

**T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI**

**FİNANSAL KRİZLERİN GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE EKONOMİLERİ
ÜZERİNE ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Nihat DOĞANALP

DOKTORA TEZİ

**Danışman
Prof. Dr. Orhan ÇOBAN**

Konya-2014



T.C.

SELÇUK ÜNİVERSİTESİ

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



BİLİMSEL ETİK SAYFASI

Öğrencinin	Adı Soyadı	Nihat DOĞANALP		
	Numarası	074126002001		
	Ana Bilim / BilimDalı	İktisat/İktisat		
	Programı	Tezli Yüksek Lisans ☐		Doktora ☒
	Tezin Adı	Finansal Krizlerin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği		

Bu tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

Nihat DOĞANALP



T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



DOKTORA TEZİ KABUL FORMU

Öğrencinin	Adı Soyadı	Nihat DOĞANALP		
	Numarası	074126002001		
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat / İktisat		
	Programı	Tezli Yüksek Lisans	Doktora	☒
	Tez Danışmanı	Prof. Dr. Orhan ÇOBAN		
	Tezin Adı	Finansal Krizlerin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği		

Nihat DOĞANALP tarafından hazırlanan *Finansal Krizlerin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği* başlıklı bu çalışma 28.02.2014 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği/oyçokluğu ile başarılı bulunarak, jürimiz tarafından doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyeleri

Prof. Dr. Ahmet AY	Başkan
Prof. Dr. Orhan ÇOBAN	Üye
Doç. Dr. Mehmet Okan TAŞAR	Üye
Doç. Dr. Aykut BEDÜK	Üye
Doç. Dr. Can Tansel TUĞCU	Üye

İmza

ÖNSÖZ

20. yüzyılın sonlarına doğru dünya ekonomileri hızlı bir değişim süreci geçirmiştir. Özellikle 1980 sonrası dönem hem küreselleşmenin hız kazanması hem de liberalizasyon eğilimlerinin artması paralelinde Türkiye ekonomisi açısından hemen her alanda önemli yapısal değişimlere neden olmuştur. Küreselleşme ile birlikte birçok gelişmekte olan ülke, finansal serbestleşme politikalarını benimseyerek sermaye hareketleri üzerindeki kontrolleri kaldırmıştır. Özellikle finansal sistemde küreselleşmenin ve liberalizasyon eğilimlerinin bir sonucu olarak ortaya çıkan aksaklıklar krizlerin dinamiklerine ilişkin çok sayıda araştırma yapılmasına zemin hazırlamıştır. Bu çalışmanın temel amacı 1980’li yıllardan sonra yaşanan finansal krizlerin temel makroekonomik göstergeler ekseninde Türkiye ekonomisi üzerine etkilerini ortaya koymaktır.

Çalışmanın her aşamasında emeğini bir an olsun esirgemeyen ve desteğini sürekli hissettiğim saygıdeğer hocam Prof. Dr. Orhan ÇOBAN’a, çalışmanın ampirik boyutunu oluşturmamda bilgilerinden istifade ettiğim Doç. Dr. Can Tansel TUĞCU’ya, bugüne kadarki eğitim hayatımda üzerimde emeği bulunan tüm hocalarıma bu vesileyle teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca çalışma boyunca kendilerine fazla zaman ayıramayıp ihmal ettiğim kıymetli eşim Meral Doğanalp’e ve oğlum İsmail Utku’ya bu fedakârlıklarından ötürü teşekkür etmek isterim.



T.C.

SELÇUK ÜNİVERSİTESİ



Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Öğrencinin	Adı Soyadı	Nihat Doğanalp	Numarası: 074126002001
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat / İktisat	
	Danışmanı	Prof. Dr. Orhan ÇOBAN	
	Tezin Adı	Finansal Krizlerin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomileri Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği	

ÖZET

20. yüzyılın başından itibaren dünya ekonomileri hızlı bir değişim sürecine girmiştir. Bu süreçte özellikle toplam arz-toplam talep dengesizlikleri ekonomik sorunları ortaya çıkarmış, bu sorunların çözümlenememesi ise krizleri beraberinde getirmiştir. Teknolojik gelişme, finansal araçlardaki çeşitlenme, finansal liberalizasyon hareketleri ve yaşanan diğer yapısal değişimler ulusal ve küresel ölçekte çeşitli krizlerin tecrübe edilmesine neden olmuştur.

Bu çalışmada özellikle 1980’li yıllardan sonra önemli yapısal değişimler gösteren Türkiye’de yaşanan krizlerin makroekonomik etkileri seçilen performans göstergeleri kapsamında irdelenmiştir. Çalışma teorik ve ampirik çerçeve olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır. Teorik çerçevenin ele alındığı ilk bölümde genel olarak finansal kriz kavramı ve finansal krizleri açıklamaya ve öngörmeye yönelik geliştirilen modeller incelenmiştir. Çalışmanın ikinci bölümünde dünyada ve Türkiye’de yaşanan kriz tecrübelerinden örnekler verilmiştir. Ampirik çerçevenin ele alındığı üçüncü bölümde ise finansal krizlerle makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkiler Türkiye örneğinde incelenerek büyüme, istihdam ve dış ticarete ilişkin oluşturulan modeller çerçevesinde bir logit ve probit analizi yapılmıştır.

Yapılan analizler sonucunda M2 para arzının toplam rezervlere oranı, reel kur, kısa vadeli borçların rezervler içindeki payı, para arzı, faiz oranları, yurtiçi

kredilerdeki genişleme gibi değişkenlerin finansal krizlere ilişkin önemli göstergeler oldukları tespit edilmiştir. Analizlerde kullanılan değişkenlerin finansal kriz dönemlerinde büyüme oranı, işsizlik oranı ve ihracat düzeyini etkileme olasılıklarının yüksek olduğu yönünde bulgular elde edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Kriz, Liberalizasyon, Logit ve Probit Analizi



T.C.

SELÇUK ÜNİVERSİTESİ



Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Öğrencinin	Adı Soyadı	Nihat Doğanalp	Numarası: 074126002001
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İktisat / İktisat	
	Danışmanı	Prof. Dr. Orhan ÇOBAN	
	Tezin İngilizce Adı	The Effects of Financial Crises on Developing Country Economies: Case of Turkey	

SUMMARY

Beginning from the early 20th century, the world economies entered a rapid developmental process. In this process, especially total supply-demand unbalance turned out the economic problems and not resolving these problems brought the crises together with it. Technological development, diversification in the financial instruments, movements of financial liberalization, and the other changes experienced caused the various crises to be experienced in the national and global scale.

In this study, especially after 1980s, the macroeconomic effects of crises in Turkey showing the important structural changes were discussed in the scope of the selected performance indicators. The study consists of two parts; theoretical and empirical frame. In the first section, where the theoretical frame was considered, in general, the concept of financial crises and the models developed toward describing and predicting the financial crises were examined. In the second section of the study, the examples from the experiences of crises experienced in the world and Turkey were presented. In the third section, where the empirical frame was considered, the relationships between the financial crises and macroeconomic indicators, being examined in the sample of Turkey, a logit and probit analysis were carried out in the frame of models formed regarding to the growth, employment and foreign trade.

As a result of the analyses conducted, it was identified that the variables such as the rate of monetary supply M2 to total reserves, real exchange rate, share of short termed debts in the total reserves, monetary supply, interest rates, and expansion in the domestic credits were the important indicators associated with the financial crises. The findings were obtained in the direction toward the probabilities that the variables used in the analysis affect the rate of growth, rate of unemployment, and level of export were high.

Keywords: Financial Crises, Liberalization, Logit and Probit Analysis

İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİK SAYFASI.....	ii
DOKTORA TEZİ KABUL FORMU	iii
ÖNSÖZ.....	iv
ÖZET.....	v
SUMMARY	vii
İÇİNDEKİLER	ix
KISALTMALAR	xii
TABLolar LİSTESİ.....	xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xv
GİRİŞ	1
TEORİK ÇERÇEVE	3
BİRİNCİ BÖLÜM: FİNANSAL KRİZLER	3
1.1. Finansal Kriz Kavramı	4
1.1.1. Finansal Krizin Tanımı	5
1.1.2. Finansal Kriz Türleri	8
1.1.2.1. Para/Döviz Krizleri	9
1.1.2.2. Bankacılık Krizleri	11
1.1.2.3. Borç Krizleri	14
1.1.2.4. Borsa Krizleri	15
1.1.2.5. İkiz Krizler	15
1.2. Finansal Krizlerin Nedenleri.....	16
1.2.1. Faiz Oranlarındaki İstikrarsızlıklar	18
1.2.2. Ekonomik Belirsizlik	19
1.2.3. Banka Bilançolarının Bozulması	19
1.2.4. Mali Dengesizlikler	20
1.3. Finansal Krizlerin Temel Özellikleri.....	20
1.3.1. Makroekonomik Politikaların Etkinsizliği.....	21

1.3.1.1. Yetersiz Ekonomik Büyüme	22
1.3.1.2. Fiyat İstikrarsızlığı	22
1.3.1.3. Cari Açıklar	22
1.3.1.4. Döviz Kuru ve Faiz Oranlarındaki Dalgalanmalar	23
1.3.1.5. Varlık Fiyatlarında ve Kredilerde Aşırı Artışlar	23
1.3.1.6. Kamu Finansman Dengesizliği	24
1.3.2. Küresel Finansal Koşullar	24
1.3.3. Yurtiçi Finansal Sistemin Yapısı ve Kırılganlığı	25
1.4. Finansal Kriz Teorileri	27
1.4.1. Aşırı Borç Birikimi Teorisi	29
1.4.2. Panik Teorisi	29
1.4.3. Rasyonel Beklentiler Teorisi	30
1.4.4. Belirsizlik Teorisi	30
1.4.5. Kredi Tayınlama Teorisi	31
1.4.6. Asimetrik Bilgi ve Acente Giderleri Teorisi	31
1.4.7. Dealer Piyasalarının Hassaslığı ve Finansal Piyasa Yapısı Teorisi ..	35
1.5. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Modeller	35
1.5.1. Birinci Nesil Modeller	36
1.5.2. İkinci Nesil Modeller	42
1.5.3. Üçüncü Nesil Modeller	46
1.6. Finansal Kriz Tahmin Modelleri	48
1.6.1. Öncü Göstergeler Modeli	49
1.6.2. Sinyal Modelleri	51
İKİNCİ BÖLÜM: DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE FİNANSAL KRİZ	
TECRÜBELERİ	57
2.1. Dünyadaki Finansal Kriz Tecrübeleri	59
2.1.1. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi	59
2.1.2. Meksika (Tekila) Krizi	62
2.1.3. Rusya Krizi	64
2.1.4. Güneydoğu Asya Krizi	68
2.1.5. Küresel Finansal Kriz	72
2.2. Türkiye’deki Finansal Kriz Tecrübeleri	75

2.2.1. 1994 Krizi	76
2.2.2. 1998-1999 Krizi	78
2.2.3. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi	78
2.2.4. 2008 Küresel Finansal Krizi ve Türkiye'ye Yansımaları	80
AMPİRİK ÇERÇEVE	84
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: FİNANSAL KRİZLERİN TÜRKİYE	
EKONOMİSİNE ETKİLERİ VE BİR LOGİT-PROBİT DENEMESİ	84
3.1. Finansal Krizler ve Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişki	84
3.1.1. Finansal Kriz-Büyüme İlişkisi	84
3.1.2. Finansal Kriz-Dış Ticaret İlişkisi	86
3.1.3. Finansal Kriz-İstihdam İlişkisi	88
3.1.4. Finansal Kriz-Enflasyon İlişkisi	89
3.1.5. Finansal Kriz-Döviz Kuru ve Faiz Oranı İlişkisi	91
3.1.6. Finansal Kriz-Ödemeler Dengesi İlişkisi	92
3.2. Literatür	93
3.3. Araştırmanın Amacı, Kapsamı ve Yöntemi	96
3.3.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı	96
3.3.2. Veri Seti ve Yöntem	97
3.3.2.1. Veri Seti	97
3.3.2.2. Analiz Yöntemi	101
3.4. Logit-Probit Analizi Uygulaması: Türkiye Örneği	105
3.4.1. Model-1 Analiz Sonuçları	106
3.4.2. Model-2 Analiz Sonuçları	116
3.4.3. Model-3 Analiz Sonuçları	122
SONUÇ	127
KAYNAKÇA	131
ÖZGEÇMİŞ	143

KISALTMALAR

- ABD: Amerika Birleşik Devletleri
DİBS: Devlet İç Borçlanma Senetleri
DPT: Devlet Planlama Teşkilatı
ERM: Avrupa Döviz Kuru Mekanizması
FBE: Finansal Baskı Endeksi
FED: Amerika Merkez Bankası
FR: Frankel-Rose
GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF: Uluslararası Para Fonu
KKBG: Kamu Kesimi Borçlanm Gereği
KLR: Kaminsky-Lizondo-Reinhart
PPD: Para Piyasası Dalgalanma Endeksi
SBE: Spekülatif Baskı Endeksi
STV: Sachs-Tornell-Velasco
TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜFE: Tüketici Fiyatları Endeksi
TÜİK: Türkiye İstatistik Kurumu
UNCTAD: Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Konferansı

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo- 1: Finansal Krizlere İlişkin Temel Yaklaşımlar	28
Tablo- 2: Finansal Krizlere İlişkin Öncü Göstergeler.....	50
Tablo- 3: Sinyal Kriz Matrisi	53
Tablo- 4: 1955-1993 Dönemi Meksika Ekonomik Performansı.....	62
Tablo- 5: ASYA-5 Ekonomik Büyüme Performansı, 1996-1998.....	69
Tablo- 6: Türkiye'nin 2002-2007 Büyüme Performansı	82
Tablo- 7: Küresel Kriz Sürecinde Türkiye Ekonomisi, 2005-2009	86
Tablo- 8: Finansal Kriz Ampirik Literatürüne İlişkin Temel Göstergeler.....	98
Tablo- 9: Analizlerde Kullanılan Değişkenler	99
Tablo- 10: Model-1 Özet İstatistikler.....	106
Tablo- 11: GDP Frekans Dağılımı	107
Tablo- 12: Model-1A Regresyon Analizi Sonuçları	107
Tablo- 13: Model-1A Probit Analiz Sonuçları	108
Tablo- 14: Model-1A Logit Analiz Sonuçları.....	108
Tablo- 15: Model-1A Logit Marjinal Etki Analiz Sonuçları	109
Tablo- 16: Model-1A Probit Marjinal Etki Analiz Sonuçları	110
Tablo- 17: Model-1A Verilerin Sınıflandırılması	111
Tablo- 18: Model-1B Regresyon Analiz Sonuçları	112
Tablo- 19: Model-1B Probit Analiz Sonuçları.....	113
Tablo- 20: Model-1B Logit Analiz Sonuçları.....	113
Tablo- 21: Model-1B Logit Marjinal Etki Analiz Sonuçları	114
Tablo- 22: Model-1B Probit Marjinal Etki Analiz Sonuçları	114
Tablo- 23: Model-1B Verilerin Sınıflandırılması	115
Tablo- 24: Model-2 Özet İstatistikler.....	116
Tablo- 25: İşsizlik Frekans Dağılımı	116
Tablo- 26: Model-2 Regresyon Analizi Sonuçları.....	117
Tablo- 27: Model-2 Probit Analizi Sonuçları	118
Tablo- 28: Model-2 Logit Analizi Sonuçları	118
Tablo- 29: Model-2 Logit Marjinal Etki Analiz Sonuçları	119
Tablo- 30: Model-2 Probit Marjinal Etki Analiz Sonuçları.....	120

Tablo- 31: Model-2 Verilerin Sınıflandırılması.....	121
Tablo- 32: Model-3 Özet İstatistikler.....	122
Tablo- 33: İhracat Frekans Dağılımı.....	122
Tablo- 34: Model-3 Regresyon Analizi Sonuçları.....	123
Tablo- 35: Model-3 Probit Analiz Sonuçları	124
Tablo- 36: Model-3 Logit Analiz Sonuçları	124
Tablo- 37: Model-3 Logit Marjinal Etki Analiz Sonuçları	125
Tablo- 38: Model-3 Probit Marjinal Etki Analiz Sonuçları.....	125
Tablo- 39: Model-3 Verilerin Sınıflandırılması.....	126

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil- 1: Krizlerin Sınıflandırılması.....	8
Şekil- 2: Finansal Krizlerin Oluşum Süreci	18
Şekil- 3: Ödemeler Dengesi Krizinin Oluşumu	38
Şekil- 4: Küresel Finans Krizinin Sektörel Yansıması	81
Şekil- 5: Türkiye'nin Dış Ticaret Göstergeleri	87
Şekil- 6: İşsizlik Oranları, 1980-2012.....	89
Şekil- 7: Türkiye'de Enflasyonun Seyri, 1980-2012	90
Şekil- 8: TCMB Net Uluslararası Döviz Rezervleri (% Değişim).....	92

GİRİŞ

Dünyada yaşanan küreselleşme hareketleri ve ekonomik dönüşümlerle birlikte ülke ekonomileri farklı ekonomik sorunlarla karşı karşıya kalmışlardır. Bu sorunlar başlangıcı itibariyle ekonomilerin reel dinamiklerinden kaynaklanmış olsa da zaman içerisinde yaşanan teknolojik gelişme, finansal sektörün nispi ağırlığının artması gibi nedenlerle finansal dinamiklerden kaynaklanan sorunların artmasını da beraberinde getirmiştir. Tarihsel geçmişi incelendiğinde etkisi en derinden hissedilen ilk ekonomik kriz “Büyük Buhran” olarak da bilinen 1929 krizi olmuştur. O döneme kadar ekonomik hayata yön veren liberal kapitalist sistem zaman içerisinde yerini müdahaleci kapitalist sisteme bırakmıştır.

Ortaya çıkış biçimleri ve özellikleri bakımından farklılıklar arz eden finansal krizlerin nedenlerinin, özelliklerinin, ekonomik etkilerinin ve öngörülebilirliklerinin araştırılması gerekliliği ekonomi-politikle ilgilenenlerin yönünü kriz iktisadına yöneltmiştir. Bu kapsamda özellikle yapılan son çalışmaların bir kısmı krizlerin öngörülebilirliğine ilişkin öncü göstergeler veya sinyal yaklaşımı çerçevesinde tahmin modelleri geliştirmeye yoğunlaşırken, bir kısmı da tecrübe edilen krizlerin ekonomik etkilerinin analizi üzerine yoğunlaşmaktadır.

Bu çalışma teorik ve ampirik çerçeve olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır. Finansal krizler başlığını taşıyan teorik çerçevenin birinci bölümünde finansal krizlerin tanımı, türleri ve temel özellikleri irdelenmiştir. Ayrıca ortaya çıkış dönemleri ve biçimleri itibariyle farklılık arz etmeleri açısından finansal krizler, nedenleri ve bu kapsamda finansal krizleri açıklamaya yönelik geliştirilen modeller ekseninde incelenmiştir. Bu bölümün diğer bir alt başlığında ise kriz literatürünün ampirik boyuta taşınmasıyla birlikte ilgi uyandıran krizleri tahmin etmeye yönelik tahmin modellerinden bahsedilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde dünyadaki finansal kriz tecrübelerinden ve çalışmanın örneklemini oluşturan Türkiye’deki finansal kriz tecrübelerinden bahsedilmiştir. Türkiye’deki iç dinamiklerden kaynaklanmamış olsa da etkilerini özellikle 2009 yılında hissettiren 2008 küresel finansal krizi de bu bölümde incelenmiştir.

Ampirik çerçevenin ele alındığı çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ise finansal krizlerin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkilerini ortaya koyabilmek adına

bir logit ve probit analizi uygulamasına yer verilmiştir. Analizler çerçevesinde literatürde kriz göstergeleri olarak tanımlanan değişkenlerden oluşturulan ve makroekonomik performans göstergeleri olarak ele aldığımız büyüme, istihdam ve dış ticarete ilişkin göstergelerin bağımlı değişken olarak kullanıldığı modeller oluşturulmuştur.

1980 yılının Türkiye Ekonomisi açısından önemli bir dönüm noktası olarak kabul edilmesi ve analizlerde kullanılan bazı değişkenlere ilişkin sağlıklı verilere bu süreçten sonra ulaşılabilmesinden ötürü çalışmamızda 1981-2012 verileri kullanılmıştır. Diğer taraftan çalışmada yer alan analizlerin büyüme, istihdam ve ihracat eksenli analizler olmasının arkasında finansal krizlerin makroekonomik etkilerinin genellikle yaşanan çıktı kayıpları ekseninde ortaya konması yatmaktadır.

TEORİK ÇERÇEVE

BİRİNCİ BÖLÜM: FİNANSAL KRİZLER

20. yüzyılın başından itibaren dünya ekonomileri hızlı bir değişim sürecine girmiştir. Bu süreçte ortaya çıkan toplam arz-toplam talep dengesizlikleri ülkelerde ekonomik sorunları ortaya çıkarmış, bu sorunların çözümlenememesi ise krizleri beraberinde getirmiştir. Söz konusu krizler temel kaynağı itibariyle farklı başlıklar altında sınıflandırılmıştır. Bu kapsamda literatürde en fazla işlenen krizler, finansal krizler başlığı altında toplanmaktadır.

Krizlerin tarihsel geçmişi incelendiğinde dünya ekonomilerinin yaşadığı ilk ve belki de en fazla ses getiren kriz ABD’de başlayan ve kısa sürede tüm dünya ekonomilerini etkisi altına alan 1929 krizidir. 24 Ekim 1929 Perşembe günü New York Borsası’nın çöküşüyle başlayan “Kara Perşembe” ve “Büyük Buhran” olarak da adlandırılan kriz, etkilerini 1930’lu yıllar boyunca sürdürmüş ve bu krizin sonuçlarına bağlı olarak ortaya çıkan fakirlik belki de 2. Dünya Savaşı’nın en önemli nedenlerinden birisini oluşturmuştur. Bu kriz o zamana kadar benimsenen tüm iktisadi argümanların yeniden sorgulanmasını gerektirmiştir (Çoban, 2013: 34).

Finansal kesimin zaman içerisinde önem kazanması hem finansal dinamiklerden hem de reel dinamiklerden kaynaklanan olumsuzlukların finansal krizlere dönüşme sürecini daha da hızlandırmıştır. 1970’li yıllarda yaşanan petrol şokları bazı ülkelerin petrol gelirlerini arttırmış ve bu sürecin ardından kısa vadeli kredi hareketleri hız kazanmıştır. Finansal piyasaların gelişmesiyle birlikte ekonomilerin kırılganlık düzeyi daha da artmış ve piyasalar yaşanan değişimlere, özellikle de beklenmedik değişimlere daha duyarlı hale gelmiştir. Finansal liberalizasyon eğilimlerinin artması ile birlikte kontrolsüz ve kolay borçlanma hareketleri başta Latin Amerika olmak üzere tüm ülke ekonomilerini tehdit eden boyutlara ulaşmıştır. Finansal açıdan yaşanan bu gelişmeler pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde çeşitli dönemler itibariyle finansal kriz tecrübelerinin yaşanmasına neden olmuştur. Nitekim Krugman (1997) çalışmasında dünyada ortalama her 19 ayda bir krizin yaşandığı ifade edilmektedir.

Tecrübe edilen finansal krizlerin etkilerinin azaltılması ve olumsuz etkilerinin telafi edilmesi anlamında uluslararası ölçekte çeşitli kurum ve kuruluşlara ihtiyaç

duyulmuştur. Bu kuruluşlardan ilki olan IMF, 2. Dünya Savaşı sonrasında Avrupa devletlerinin tediye bilançolarında ortaya çıkan kısa vadeli ödeme güçlüklerini kredi vererek önlemek ve bu sayede dış ticaretin daralmasını engellemek amacıyla faaliyetine başlamıştır. Yine aynı dönemlerde kurulan Dünya Bankası da uzun vadeli yatırım kredileri vermek suretiyle, Avrupa devletlerinin ekonomik açıdan yeniden imarını sağlamak amacıyla kurulmuştur. Her iki kurumun sermaye ve kaynaklarının önemli bir kısmı ABD tarafından temin edilmektedir. Bu kurumlara üye olan ülkelere ise prensip olarak, enflasyonu önleyici para politikaları izlemeleri, dış ticareti tek taraflı devalüasyonlar ve ithalat kotaları yüzünden daraltmamaları ve hatta dış ticareti sınırlayıcı engelleri varsa bunları kaldırmaları önerilmektedir.

Bretton Woods Anlaşması'nın bir uzantısı olarak ortaya çıkan IMF; küresel finansal düzeni takip etmek, borsa, döviz kurları, ödeme planları gibi konularda denetim ve organizasyon yapmak, teknik ve finansal destek sağlamak gibi görevleri yerine getirmek amacıyla ortaya çıkan bir kuruluştur. Bretton Woods Sistemi'nin işlevselliğini kaybedip sabit kur rejimi yerine esnek kur rejiminin uygulanmaya başlaması ve altın kambiyo standardının terk edilmesiyle birlikte IMF, finansal nitelikli krizlerin artmasına da bağlı olarak kriz yöneticiliği görevini üstlenen bir kurum haline dönüşmüştür.

Finansal nitelikli krizlerin sayısındaki artış ekonomi-politik ve kriz iktisadı ile ilgilenenlerin yönünü bu alana çevirmiştir. Çalışmanın bu bölümünde genel olarak finansal kriz kavramı, finansal kriz türleri ve finansal krizlerin nedenleri incelenmiştir. Bu bölümde ayrıca finansal krizleri açıklamaya ve öngörmeye yönelik geliştirilen modeller de irdelenmiştir.

1.1. Finansal Kriz Kavramı

Ekonomik faaliyetlerin ve uluslararası ekonomik ilişkilerin artması yeni ödeme ve finansman araçlarına duyulan ihtiyacı da artırmıştır. Bu bağlamda fon fazlası olanlarla fon açığı olanları buluşturan ve fonların ekonominin temel refah dinamikleri olan tüketim, üretim ve yatırım kanallarına aktarımını sağlayan finansal piyasaların önemi de her geçen gün artma eğilimi göstermiştir. Buhran, bunalım gibi kavramların karşılığı olarak kullanılan ekonomik kriz, bir ekonominin temel dengelerinde meydana gelen sürdürülemez yapılanmalar olarak tanımlanmaktadır.

Diğer bir tanımlamaya göre ise ekonomik kriz, ekonomide beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini mikro açıdan ise firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarmasıdır (Rosier, 1991: 45). Herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda kabul edilebilir bir değişme sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar da ekonomik kriz olarak adlandırılmaktadır (Kibritçiöğlu, 2001: 174). Ekonomik krizlerin oluşumunda sadece ekonomik nedenler değil siyasal, teknolojik ve ekolojik alanlardaki hızlı değişimler de etkili olabilmektedir. Siyasal alanda yaşanan krizler, askeri darbeler, siyasal istikrarsızlık ortamları ve doğal düzende yaşanacak ani değişiklikler de (deprem, sel, iklim değişimi vb.) ülke ekonomisinde kriz ortamı yaratabilmektedir.

Ekonomik krizler genel itibariyle reel sektör krizleri ve finansal krizler olmak üzere iki grupta toplanmaktadır. Reel sektör krizleri mal ve faktör piyasalarında görülen durgunluk şeklinde ifade edilmektedir. Çıktı kayıpları, işsizlik, fiyatlar genel seviyesinin yükselmesi reel sektör eksenli oluşabilecek krizlere örnek gösterilebilir. Finansal krizler ise finansal piyasaların işlevini tam olarak yerine getirememesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Reel ve finansal krizler olarak ikiye ayrılmasına rağmen ekonomik kriz türlerini birbirinden tamamen ayrı düşünmek mümkün değildir. Gelişen finansal sistem beraberinde finansal nitelikli sorunların da artmasına neden olmuştur. Bu bağlamda finansal sistemde ortaya çıkan sorunlar ile reel sektör arasındaki etkileşim daha da hız kazanmıştır. Finansal krizler daha çok finansal ataklarla ortaya çıkmakta olup finansal anlamda liberalizasyon eğilimleri de finansal krizlerin ortaya çıkmasında son derece etkili olmaktadır. Finansal sistemin liberalleşmesi ve küreselleşmesi yeni finansal araçlara duyulan ihtiyacı arttırmış ve finansal araçlara yeni fonksiyonlar da yüklemiştir. 1980 sonrası artan finansal yenilikler piyasalarda, ürünlerde, hizmetlerde ve teknolojiye kendisini hissettirmiştir.

1.1.1. Finansal Krizin Tanımı

Finansal krizlere ilişkin literatürde çok sayıda tanımlama yer almaktadır. Bu tanımlamalar temelde iki yaklaşım çerçevesinde şekillenmektedir. Bunlardan ilki Friedman ve Schwartz'ın (1963) öncülüğünde ortaya çıkan monetarist (parasalcı) yaklaşımıdır. Diğerisi ise konuyu daha eklektik bir boyutta değerlendiren Minsky

(1972) ve Kindleberger (1978) öncülüğünde şekillenen yaklaşımdır. Monetarizm'in öncülerinden Friedman ve Schwartz (1963) finansal krizleri banka panikleri ile ilişkilendirmektedirler. Monetaristler özellikle para arzı ile ekonomik aktivite arasında sıkı bir ilişkinin varlığına vurgu yapmakta ve varlık fiyatlarındaki keskin düşüşlerin ve iş âlemindeki başarısızlıkların her zaman bir banka paniğinin oluşmasına neden olmayacağını öne sürmektedirler. Para arzında keskin bir daralmaya neden olmayan durumları sahte kriz olarak değerlendiren Schwartz (1986), bu durumlarda hükümet tarafından yapılacak bir müdahalenin yüksek enflasyon gibi olumsuz sonuçlara neden olabileceği gerekçesiyle bu tarz müdahalelerin gereksiz olduğuna dikkat çekmektedir.

Monetaristlere karşıt görüş olarak gelişen eklektik yaklaşımda ise Minsky (1972) ve Kindleberger (1978) finansal krizleri daha geniş anlamıyla ele almaktadır. Bu yaklaşıma göre finansal krizler sadece banka paniklerini değil aynı zamanda varlık fiyatlarındaki düşüşleri, büyük nitelikteki finansal ve finansal olmayan kurumların başarısızlıklarını, deflasyon ve dezenflasyon durumlarını, döviz piyasasındaki bozulmaları veya diğer benzer kombinasyonları da kapsamaktadır. Bu geniş boyutuyla ele alındığında hükümet önlemleri finansal krizleri aşmada daha önemli görülmektedir. Tüm bunlara rağmen ikinci görüşün finansal krizleri karakterize eden net bir modelinin ve finansal krizleri önlemede hükümet müdahalelerinin ne şekilde olması gerektiğine ilişkin belirgin bir sistematığının olmayışı bu yaklaşımın eleştirilmesine neden olmuştur. Bu yüzden Schwartz (1986), eklektik görüşü eleştirerek monetarist yaklaşımın kendi dar çerçevesinde başarılı olduğunu savunmuştur (Mishkin, 1996: 2-3).

Bordo (1986) finansal krizi beklentilerdeki bir değişme, finansal kurumların iflas edeceği endişesi ve bu çerçevede gayrimenkul ve likiditesi düşük varlıkların, nakde dönüştürülme girişimlerinin artması şeklinde tanımlamıştır. Özellikle en son mortgage (tutsat, tutulu satış, ipotekli satış, rehinli satış) krizinde yaşananlar bu tanımlamayı doğrular niteliktedir.

Asimetrik bilgi teorisi ekseninde şekillenen yaklaşıma göre ise finansal kriz, "ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının baş gösterdiği bir yapıda finansal piyasaların fonları en verimli yatırım fırsatlarına sahip ekonomik birimlere

aktarmadaki etkinliğini kaybetmesi nedeniyle ortaya çıkan doğrusal olmayan bozulmalar” şeklinde tanımlanmaktadır (Mishkin, 1994: 9).

Kindleberger’e (2000) göre ise finansal kriz önceki dönemlerde yaşanan genişlemenin vazgeçilmez bir sonucu olarak ifade edilmektedir. Ayrıca Kindleberger finansal krizin ne olduğunu tam olarak anlayabilmek için onunla karşılaşmak gerektiğini vurgulamaktadır. Kindleberger’e göre finansal krizler çok fazla değişkenin bir araya gelmesinden oluşan ve merkezinde insan tepkilerinin bulunduğu olgulardır. İnsan tepkilerinin karmaşıklığı ve insanın rasyonelitesinin sınırlarının tam olarak nerede başlayıp nerede bittiğinin tespit edilememesi ise finansal krizlerin tam olarak öngörülebilirliğini zorlaştırmaktadır.

Chinn ve Kletzer (2000), finansal krizleri finansal yatırımcıların ülke koşullarının riskli hale geldiği konusundaki beklentilerinin bir sonucu olarak giriştikleri spekülasyon atakları ve bu atakların yoğunluğu ölçüsünde şiddet kazanan bir durum olarak tanımlamaktadırlar. Chinn ve Kletzer ayrıca finansal krizlerin genellikle para ve bankacılık krizlerinin bütünleştiği bir süreç olduğunu öne sürmektedirler. Bu çerçevede finansal kriz, önceden bilinmesi ya da öngörülmesi mümkün olmayan ekonomik, siyasi ve sosyal açıdan sıra dışı gelişmelerin etkisiyle ekonomik konjonktürde ters yönlü değişimlerin yaşandığı bunalım ve daralma dönemi olarak değerlendirilmektedir. Edwards (2001)’e göre ise finansal kriz, paranın değerindeki düşüşe ve uluslararası rezervlerin ciddi biçimde tükenmesine bağlı olarak ortaya çıkan olumsuz durum olarak tanımlanmaktadır.

Goldstein ve Turner (2004) finansal krizleri kısa vadeli faiz oranları, varlık fiyatları, ödemeler dengesindeki bozulmalar ve mali kurumların iflası gibi finansal göstergelerin tümünün veya büyük bir kısmının ani bir biçimde bozulması olarak tanımlamaktadırlar. Finansal piyasalarda yanlış eşleştirme (currency mismatch) durumuna vurgu yapılan çalışmada bir kişinin/şirketin net varlıkları veya net gelirinin döviz kurundaki değişimlere karşı aşırı hassaslaşması bir yanlış eşleştirme olarak adlandırılmaktadır. Yanlış eşleştirme bir stok kavram olan varlıklar ekseninde bilançoların döviz kurundaki değişimlere duyarlılığı olarak ifade edilirken bir akım kavram olan gelir ekseninde ise gelirin döviz kurundaki değişimlere duyarlılığı olarak ifade edilmektedir.

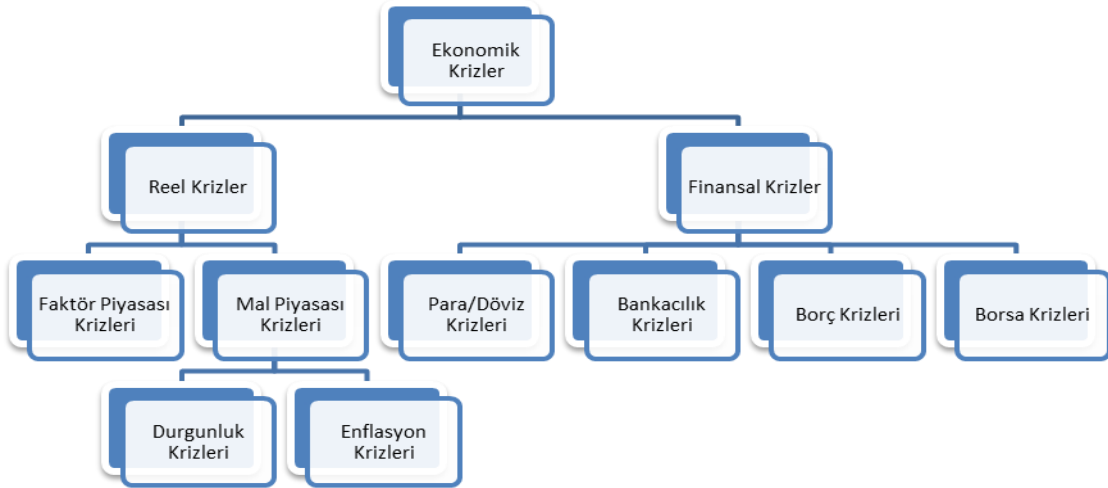
Tanımlamalardaki farklılıklara rağmen finansal kriz konusunda kabul gören ilk ortak görüş krize ilişkin çeşitli göstergelerin olabileceği ancak krizin kesin olarak ne zaman patlak vereceğini öngörmenin mümkün olmadığı yönündedir. Krizin kesin olarak ne zaman olacağının öngörülebilmesi halinde gerekli önlemlerin alınarak krizlerin önlenilebileceği olgusu kabul gören bir diğer ortak görüştür (Uygur, 2001: 9).

1.1.2. Finansal Kriz Türleri

Finansal kriz dönemlerinde bir taraftan para/döviz piyasalarında ve hisse senedi piyasalarında (borsalarda) şiddetli dalgalanmalar yaşanırken, diğer taraftan da bankacılık sisteminde geri dönmeyen krediler sorunu baş gösterebilmektedir. Nihai tahlilde söz konusu sorunlar tüm ekonomik sistemi tehdit edici boyutlara ulaşabilmektedir. Makroekonomik anlamda finansal krizler temelde dört başlık altında toplanmaktadır. Bunlar; para/döviz krizleri, bankacılık krizleri, borç krizleri ve borsa krizleri şeklinde sıralanmaktadır.

Krizlere ilişkin temel bir sınıflandırma Şekil-1’de gösterilmiştir.

Şekil- 1: Krizlerin Sınıflandırılması



Kaynak: Kibritçioğlu, 2001: 1.

Şekil-1’de yer almamasına rağmen para ve bankacılık krizlerinin etkileşimi sonucu ortaya çıkan krizler ise “ikiz kriz” olarak adlandırılmaktadır. Bu tip bir sınıflandırmanın yapılmasının amacı krizlerin tamamen birbirinden farklı olduğunu göstermek değil her kriz türünün iktisat teorisi açısından önemini tespit etmeye çalışmaktır.

1.1.2.1. Para/Döviz Krizleri

Para veya döviz krizlerine yönelik geleneksel yaklaşımlar bu tür krizlerin sebebini makroekonomik temellerdeki zayıflıklar olarak görmektedirler. Para/döviz krizleri; spekülâtif ataklar, faiz oranlarındaki aşırı dalgalanmalar, uluslararası rezervlerdeki düşüşler, ulusal paraya olan güven kaybı ve merkez bankasının döviz kuru üzerindeki kontrolünü kaybetmesi ile nominal döviz kurunun % 10 ila % 25 arasındaki değer kaybı sonucu oluşan şoklar olarak tanımlanmaktadır (Frankel ve Rose, 1996: 2). Diğer bir tanımlamaya göre ise para krizi, döviz kurundaki ani bir hareketi ve sermaye akımlarındaki keskin bir değişmeyi ifade etmektedir. IMF’nin tanımlamasına göre ise para krizi, bir ulusal paranın dış değerine yönelen spekülâtif ataklar sonucu paranın devalüe edilmesine ya da piyasalarda önemli ölçüde değer yitirmesine neden olan ve neticede para otoritesini önemli derecede döviz rezervleri kullanmak veya faiz oranlarını yükseltmek zorunda bırakan gelişmelerdir (IMF, 1998: 74).

Sadece döviz kuru değişmelerinden yola çıkarak devalüasyon boyutunun dikkate alınması tek başına döviz krizi olarak adlandırılmaktadır. Para krizi ise sadece döviz kuru değişimlerinin değil aynı zamanda uluslararası rezervlerin ve faiz oranlarının da dikkate alınarak oluşturulan spekülâtif baskı endeksinin (SBE) değeri olarak ifade edilmektedir. Yapılan ilk çalışmalarda bu endeks döviz krizi ekseninde şekillendiğinden döviz piyasası baskı endeksi olarak nitelendirilmektedir. Bu endeks tüm parasal krizler için uyarlandığında ise spekülâtif baskı endeksi olarak ifade edilmektedir. İlk kez Girton ve Roper (1977) tarafından ortaya atılan “Döviz Piyasası Baskısı” ölçütü döviz rezervlerindeki ve döviz kurlarındaki değişimi incelemektedir. Bu ölçütün birçok çalışmada finansal krizlerin öncü göstergesi olarak kullanıldığı ve başarılı sonuçlar verdiği görülmektedir.

Girton ve Roper tarafından oluşturulan döviz piyasası endeksi şu şekildedir:

$$DPB_t = \Delta\% E_t - \Delta\% R_t \quad (1)$$

DPB_t = Döviz piyasası baskısı

$\Delta\% E_t$ = Döviz kurundaki yüzde değişim

$\Delta\% R_t$ = Döviz rezervlerinde yüzde değişim

Weymark (1997) döviz kurlarındaki değişime ilişkin kısmi parasal tabana bölerek döviz kuru değişimini döviz rezervlerindeki değişimin para arzında yarattığı değişmeden arındırmakta ve ödemeler dengesindeki reel değişmeyi şu şekilde ortaya koymaktadır:

$$DPB_t = \Delta\%E_t - \Delta R_t / (PT_{t-1}) \quad (2)$$

DPB_t = Döviz piyasası baskısı

ΔR_t = Döviz rezervlerinde bir önceki döneme göre değişim

PT_{t-1} = Bir önceki dönem parasal taban değeri

Tanner (2002), IMF tarafından oluşturulan finansal baskı endeksinin beş değişkeninden biri olan döviz piyasası baskısının, finansal krizlerin şiddetini en iyi gösteren ölçütlerden biri olduğunu ve daraltıcı para politikalarının döviz piyasası baskısını azalttığını ifade etmektedir. Mody ve Taylor (2007) çalışmasında da ülkelerin finansal piyasalarının hassasiyeti döviz piyasası baskı endeksi yardımıyla ölçülmeye çalışılmıştır.

Levy-Yeyati ve Sturzenegger (2005) çalışmasında döviz rezervleri ve döviz kurlarına ilişkin panel veri oluşturularak ilgili değişkenler standart sapmaları ile normalleştirilmektedir:

$$DPB_t = (\Delta\% E_t / \sigma \Delta\% E_t) - (\Delta\% R_t / \sigma \Delta\% R_t) \quad (3)$$

DPB_t = Döviz piyasası baskısı

$\Delta\%E_t$ = Döviz kurunda yüzde değişim

$\sigma \Delta\% E_t$ = Döviz kurunda yüzde değişimin standart sapması

$\Delta\% R_t$ = Döviz rezervlerindeki yüzde değişim

$\sigma \Delta\% R_t$ = Döviz rezervlerindeki yüzde değişimin standart sapması

Faiz oranlarının da modele dahil edilmesi ile oluşturulan endeks ise spekülasyon baskı endeksi şeklinde ifade edilmektedir. Faiz oranlarındaki değişimi modele dâhil eden çalışmalar ise Eichengreen vd. (1995), Pentecost vd. (2001) ve Vanneste vd. (2005) olarak sıralanabilir. Bu çerçevede faiz oranları değişimini de dikkate alan

spekülatif baskı endeksinin değeri yabancı rezerv ve faiz oranı değişimlerinin ağırlıklı ortalaması olarak tanımlanmaktadır (Kaminsky ve Reinhart, 1999: 476).

$$SBE = \% INT + \% ER - \% RES \quad (4)$$

Eşitlikte yer alan INT faizlerdeki % değişmeyi, ER döviz kurundaki % değişmeyi ve denkleme negatif işaretli olarak dahil edilen RES ise döviz kuru rezervlerindeki % değişmeyi ifade etmektedir.

1.1.2.2. Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizleri, yükümlülüklerini yerine getiremeyen bankaların başarısızlıkları veya iflasları durumunda ortaya çıkan krizlerdir. Bankacılık krizleri mevduatlarını çekemeyecekleri endişesiyle mudilerin banka hücumları sonucu oluşan panik havasını gidermek amacıyla hükümet müdahalesiyle sonuçlanan bir süreci ifade etmektedir. Diğer bir tanımlamaya göre ise mali güvenin kaybolmasından dolayı tasarruf sahiplerinin mevduatlarını geri çekmek için bankalara hücum etmeleri veya başka bir nedenle bankaların yükümlülüklerini yerine getirememesi nedeniyle kamu otoritesinin söz konusu bankaları kapatması, birleşmelere zorlaması, devletleştirmesi veya önemli miktarda mali destekte bulunması bankacılık krizi olarak adlandırılmaktadır (Yıldıztan, 2006: 97).

Caprio ve Klingebiel (1996) bankacılık krizini, yeniden düzenleme maliyetinin çok yüksek olduğu banka sermaye yapılarındaki bozulmalar şeklinde tanımlamaktadırlar. Kaminsky ve Reinhart'a (1999) göre eğer banka krizinin başlangıcı, banka mevduatları ya da aşırı oranda para çekimi olarak kendini gösteriyorsa banka mevduatlarındaki değişiklikler kriz dönemlerinin başladığına işaret edebilmektedir. Bununla birlikte çoğu zaman banka problemleri aktif kalitesindeki bozulmadan ortaya çıktığından emlak piyasalarında fiyatlardaki bir çöküş ve finansal olmayan sektörlerde de iflaslara sebep olabilmektedir.

Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998) aşağıdaki dört ölçütten herhangi birinin veya birden fazlasının oluşmasının açık bir bankacılık krizi olduğuna işaret etmektedirler. Bu ölçütler:

- Bankacılık sisteminde toplam varlıklar içinde sorunlu kredilerin payının % 10'u aşması,
- Banka kurtarma maliyetlerinin GSYH'nin en az % 2'si olması,

- Bankacılık sektöründe çok sayıda devletleştirme faaliyetinin yapılması,
- Yoğun mevduat çekimleri veya mevduat dondurma, bankaların faaliyetlerini uzun süreli askıya alma gibi acil önlemler veya kamu tarafından genel mevduat garantilerinin uygulamaya konması şeklindedir.

Bankacılık krizleri finansal sistemin ve genel ekonomik yapının işleyişi bakımından son derece önem arz etmektedir. Bankacılık krizlerinin maliyeti diğer kriz türlerinden daha büyük olabilmektedir. Bu durum bankacılık krizlerinin daha fazla üretim kaybına neden olmasından ve finansal sektörün yeniden yapılandırılmasının daha büyük bir finansman gerektirmesinden kaynaklanmaktadır. Bankacılık krizleri, konjonktürün aşırı genişleme ve durgunluk dönemlerine bağlı olarak ortaya çıkabilmektedir. Bankalar ekonominin aşırı genişlediği dönemlerde, ters seçim ve ahlaki tehlike gibi asimetrik bilgi ile ilişkilendirilen sorunlara daha az önem verebilmektedirler. Ters seçim ve ahlaki tehlike sorunu, enflasyonun yüksek olduğu ve reel faiz oranları üzerindeki baskının arttığı dönemlerde ortaya çıkabilmektedir. Reel faiz oranları azaldığında tasarruflar düşme, fon talebi ise artma eğilimi göstermektedir. Fon talebindeki genişlemenin fon talep edenlerin kalitesinde azalmayla birlikte ortaya çıkması, bankaların tahmin edemeyecekleri boyutta bir kredi riskine maruz kalmalarına yol açabilmektedir (Timmermans, 2001: 120-121).

Bankacılık sistemi ekonomiye etkin kaynak aktarımının gerçekleşmesi ve ekonomik büyümeye katkıda bulunması anlamında önemli bir role sahiptir. Bu çerçevede etkin bir yapıya sahip bankacılığın yasal düzenlemelerle teşvik edilmesi gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde genellikle banka hücumları şeklinde beliren bankacılık krizleri daha çok bilançonun yükümlülüklerinden kaynaklanırken, gelişmiş ülkelerde görülen bankacılık krizleri genellikle banka aktiflerinin kalitesinden (şüpheli alacaklar, batık krediler, gayrimenkul ve menkul kıymet fiyatlarındaki aşırı dalgalanmalar) kaynaklanmaktadır. Bankacılık sisteminin gelişmesi ekonomilerin canlanmasına ve yasal kısıtların kaldırılması halinde bankacılık sisteminin ekonomideki kaynak dağılımını daha iyi yapacağı yolunda yeni yaklaşımlar geliştirmesine yol açmaktadır (Abaan, 2002: 5-6).

Finansal kriz dönemi sonunda kaybolan parasal disiplinin korunması, mali sistemin güvenilirliğinin yeniden sağlanması, ticari yaşamdaki ödemelerin aksaksız sürdürülebilmesi için bankacılık sisteminin yeniden yapılanması zorunluluğunu

doğurmaktadır. Bankacılıkta yeniden yapılanma, bankaların risk yapısını azaltarak aktif ve pasif işlemlerini yeniden düzenlemesi anlamına gelmektedir. Finansal araçların çeşitlenmesi, ödeme çeşitliliğinin artması ve bankacılık sisteminde yaşanan gelişmeler altının rezerv olma önemini nispeten azaltarak sadece siyasi taahhüt ve hukuki güvencelerin bir parçası olma özelliği kazanmasına yol açmaktadır. Ekonomik işleyiş içinde önemli fonksiyonları olan bankaların kuruluşu, faaliyetleri, denetlenmeleri ve tasfiye süreçleri kamu otoritesi tarafından düzenlenmektedir. Diğer yandan ortaya çıkabilecek krizler sonucunda yaşanacak banka iflasları piyasalara olan güveni sarsmanın yanı sıra, sermaye çıkışına ve yurtiçi tasarrufların azalmasına da yol açmaktadır. Ayrıca bankacılık krizleri para politikalarının etkisini de azaltmakta ve ekonomik resesyona derinleştirmektedir. Bankaların öz kaynaklarının düşük olması, yükümlülüklerine oranla düşük nakit bulundurması ve yükümlülüklerinin kısa vadeli olmasına rağmen aktiflerini daha uzun vadelere yaymaları mevcut yapılarını daha hassas ve kırılgan hale getirmektedir (Abaan, 2002: 7-9).

Demirgüç-Kunt ve Detragiache (1998) bankacılık krizlerinin ekonomiler açısından çeşitli dezavantajlar doğuracağını ileri sürmektedirler. Bunlar:

- Bütçeye ilave yük getirmesi,
- Sermayesi yetersiz bankalara sistemde kalma şansı vermesi,
- Bankaların risk yönetimi uygulamalarında etkinsizliğe yol açması,
- Bankaların yönetimle ilgili sorunlarının artması,
- Banka kayıplarını önlemek amacıyla izlenen para politikasının enflasyona

neden olabilmesi şeklindedir.

1980'lerin sonlarında finansal sistemin korunması amacıyla bankaların finansal performansları, sanayileşmiş bazı ülkelerde büyük bankalara sermaye desteği sağlamayı gerektirecek ölçüde kötüleşmiştir. Aynı dönemde birçok Afrika ülkesi bankacılık sistemini yeniden yapılandırmaya ve sermaye desteği sağlamaya yönelik önlemleri artırmıştır. Güney Doğu Asya kriziyle finansal kırılganlık yayılma etkisiyle diğer ülkeleri de olumsuz etkilemiştir (Hardy ve Pazarbaşıoğlu, 1998: 3-4).

Son yıllardaki bankacılık krizlerinden hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin önemli ölçüde etkilenmesi, bankacılık krizlerinden kaynaklanan maliyetlerden hiçbir ülkenin kaçınamayacağını göstergesidir. IMF'ye üye ülkelerin

en az üçte ikisinde önemli bankacılık sorunlarının yaşandığı ve 250 milyar Dolar'ı aşan bir kaybın ortaya çıktığı ifade edilmektedir (Honohan ve Klingebiel, 2000: 4).

Bankacılık krizlerinin hem ulusal hem de uluslararası düzeyde kayıplara neden olması, finansal kırılganlığın gözlenmesi ve öngörülmesine yönelik erken uyarı sistemlerinin ele alındığı çalışmaların yapılmasına zemin hazırlamıştır. Yapılan çalışmalarda finansal sistemdeki sorunları tahmin edebilecek ve öngörebilecek göstergelerin varlığı araştırılarak göstergelerin olası krizler için güvenilir ve uygun erken uyarı değişkenleri olup olmadıkları araştırılmaktadır (Rabe, 2000: 1; Gaytan ve Johnson, 2002: 1). Bankacılık krizlerinde erken uyarı sistemi, politika yapıcılara sistemdeki zayıf yönler ve kırılganlıklar hakkında fikir vererek, politika yapıcıların kriz riskini azaltma konusunda gerekli önlemleri önceden almalarını sağlamaktadır (Bussiere ve Fratzscher, 2002: 7). Modellerde bankacılık krizlerinin zamanı tam olarak öngörülemese de, finansal dengesizlikleri artırması muhtemel göstergelerin saptanması mümkün olabilmektedir (Borio ve Lowe, 2002: 43-44).

1.1.2.3. Borç Krizleri

Bir ülkenin kamu ve özel sektöre ait dış borçlarını ödeyememesi durumunda ortaya çıkan soruna dış borç krizleri, kamunun iç borçlarını ödeyememesi halinde ortaya çıkan duruma da iç borç krizleri denilmektedir. Dış borçlanma ilgili ülkeler tarafından daha çok uzun vadeli projelerin finansmanında veya ekonomik yapılandırma süreçlerinde başvuru bir finansman yöntemidir. Finansman koşulları (vade, faiz oranı vb.) dış borç krizlerinin ortaya çıkmasındaki en önemli faktördür. İç borçlanma ise daha çok kısa vadeli kamu açıklarını gidermek, önceki dönemlere ait borçların finansmanında kullanmak amacıyla başvuru bir finansman yöntemidir. Borçların zamanında ödenememesi makro iktisadi istikrarsızlıkların bir sonucu olarak ortaya çıkmakta ve ilgili ülkelerin borç krizleriyle karşılaşmalarına neden olmaktadır. Borç krizleri genellikle hükümetlerin iç ve dış borçların çevrilmesi ve yeni borç bulma konusunda sıkıntı yaşaması nedeniyle borçların yeni ödeme planlarına bağlanması veya yükümlülüklerin ertelenmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır (Erdem, 2010: 120-121). 2009 ortalarında Avrupa'da Euro bölgesi içinde yer alan (Yunanistan, İspanya ve İtalya) ülkelerde yaşanan krizler borç krizlerinin yakın geçmişte tecrübe edilen örneklerindendir.

1.1.2.4. Borsa Krizleri

Borsa krizleri, menkul kıymet piyasalarının ulusal ya da uluslararası düzeyde etkili olan faktörlerden dolayı aşırı dalgalanma göstermesi ve düşüş sergilemesi şeklinde tanımlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle borsalarda işlem gören hisse senedi fiyatlarında önemli ekonomik kayıplara yol açacak düşüşlerin yaşanması durumudur. Borsa krizlerinin temel nedenleri şu şekilde sıralanabilir (Erdem, 2010: 121-122):

- Siyasi kriz ve hükümetin geleceğine dair belirsizliklerin artması,
- Borsada yabancıların payının yükselmesi,
- Borsada faaliyet gösteren firmaların bilançolarının bozulması,
- Genel makroekonomik dengenin bozulması,
- Dünya piyasalarında hammadde ve emtia fiyatlarındaki aşırı dalgalanmalar.

19 Ekim 1987’de dünya piyasalarında hisse senedi değerlerinde yaşanan büyük düşüş borsa krizlerine örnek olarak gösterilebilir. Bu tarihte Dow Jones Endüstriyel Ortalaması yüzde 22 azalarak 1738,42 kapanış puanına inmiştir. Bu azalma 1914’ten beri bir gün içinde görülen en büyük düşüş olmuş ve 1929 borsa çöküşünü bile gölgede bırakmıştır. Borsalardaki çöküşü araştırmakla yükümlü bir başkanlık komisyonu olarak kurulan Brady Komisyonu, 1987 bunalımına neden olan başlıca faktörleri şu şekilde sıralamaktadır (Carlson, 2006: 13):

- Yatırımcı psikolojisindeki olumsuz gelişmeler,
- Yatırımcıların ABD federal bütçesine ve dış ticaret açıklarına ilişkin güttükleri kaygılar,
- New York Menkul Kıymetler Borsası’nda çalışan uzmanların kurtarıcı alımlar yapma görevlerini yerine getirmemeleri,
- Bilgisayarların belirli gelişmeler ortaya çıkınca otomatik olarak çok sayıda hisse senedi alımı ya da satımı talimatı verecek biçimde programlanmaları anlamına gelen program alım-satımları.

1.1.2.5. İkiz Krizler

İkiz kriz kavramı para krizi ile bankacılık krizi arasındaki etkileşim sonucu ortaya çıkan krizleri ifade etmek için geliştirilmiştir. 1982 Şili, 1992 Finlandiya ve İsveç, 1997 Güneydoğu Asya krizleri ikiz krizlerin en önemli örnekleridir. İkiz

krizler, bir para krizinin bankacılık krizine neden olması ya da bir bankacılık krizinin para krizine neden olması şeklinde gerçekleşebilmektedir. Şili’de 1979 ve 1982 yılları arasında Pesonun Dolar karşısında aşırı değerlenmesi sonucu, Şili hükümeti Pesonun Dolara serbestçe çevrilebilmesine izin vermiştir. Şili’deki bankaların büyük bir çoğunluğunun finans ve üretim holdinglerine ait olması Şili hükümetinin devalüasyona giderek Pesonun değerini düşürmesinin bir sonucu olarak bankacılık sektörünün aşırı risk almasına neden olmuştur. Böylece sistemdeki yapısal bozulmaların sonucu olarak parasal eksenli ortaya çıkan kriz beraberinde bir bankacılık krizine de neden olarak bir ikiz krize dönüşmüştür (Stambuli, 1998: 15).

Gonzales-Hermosillo (1996) finansal sistemin zayıf olduğu ekonomilerde oluşabilecek bir bankacılık krizinin para krizine dönüşebileceğini ve bir ikiz kriz yaşanabileceğini ifade etmektedir. Bazı durumlarda ise para ve bankacılık krizlerinin ortaya çıkışı neredeyse eşanlı olabilmektedir. Bu çerçevede Kaminsky ve Reinhart (1999) ikiz krizleri, 48 saat içerisinde bankacılık krizini para krizinin takip ettiği bir süreç olarak tanımlamaktadırlar.

1.2. Finansal Krizlerin Nedenleri

Finansal krizlere neden olan faktörler genelde iktisadi kökenli olsa da politik, teknolojik, sosyo-kültürel alanlardaki değişimlerin de zaman içinde krizlerin oluşumunda etkili olduklarına şahit olunmuştur. Bu nedenle finansal krizlerin nedenlerini sadece ekonomik alanda aramak yanıltıcı olabilmektedir. Nitekim Türkiye’de ve diğer bazı ülkelerde sadece ekonomik alanı göz önüne alarak uygulamaya konulan ekonomik istikrar programlarının başarısızlıkla sonuçlanmış olması bunun tipik bir göstergesidir.

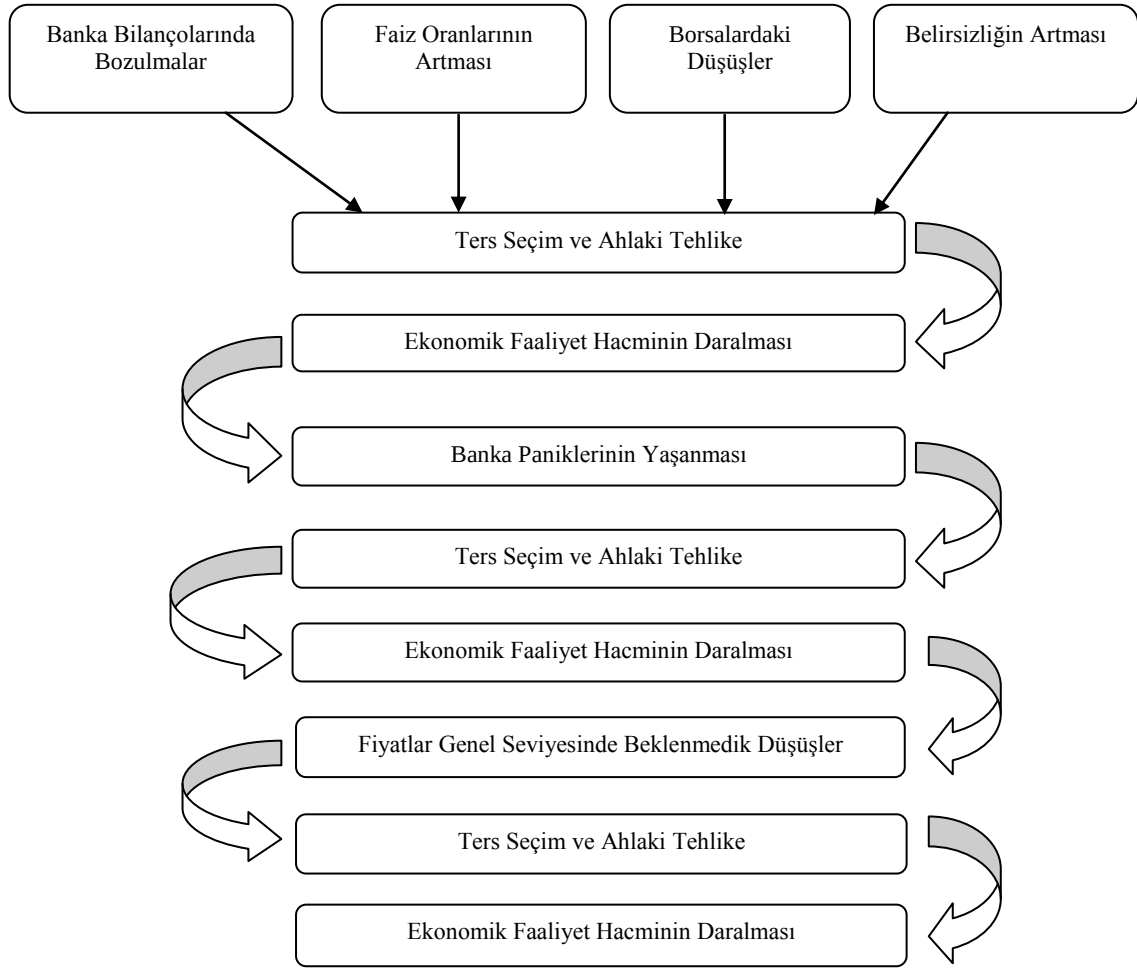
Finansal krizler finansal piyasalarda meydana gelen ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının artmasıyla birlikte baş gösterir. Bu durum tasarrufların üretken yatırım fırsatlarına aktarılmasında etkinsiz bir yapının ortaya çıkmasına neden olur. Sonuç olarak finansal piyasalarda oluşan bu etkinsiz yapı ekonomik faaliyet hacmini keskin bir şekilde daraltır. Finansal krizlerin nasıl ortaya çıktığını anlamak için ekonomik faaliyet hacminde daraltıcı etkileri bulunan faktörlerin incelenmesi gereklidir. Finansal piyasalarda dört temel faktör finansal krizlerin oluşumunda ve

dolayısıyla ekonomik faaliyetlerin daralmasında etkilidir. Bu faktörler (Mishkin, 2004: 189-190):

- Faiz oranlarındaki istikrarsızlıklar
- Ekonomik belirsizlik,
- Banka bilançolarındaki bozulmalar,
- Mali dengesizlikler şeklinde sıralanabilir.

Gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen krizler genellikle banka bilançolarındaki kötüleşmeyle beraber faiz oranlarındaki artış ve borsalarda düşüşle sonuçlanmaktadır. Ekonomideki belirsizlik ortamının artmasıyla beraber ters seçim ve ahlaki tehlike artmakta ve neticede ekonomik faaliyet hacmi düşmektedir. Muhtemel bir bankacılık krizinin ortaya çıkmasıyla ters seçim ve ahlaki riskin iyice artması sonucu ekonomik faaliyet hacmi daha da kötüye gitmektedir. Finansal krizlerin ortaya çıkışında etkili olan faktörler ve krizin oluşum süreci Şekil-2 yardımıyla gösterilmiştir. Şekil-2 incelendiğinde banka bilançolarındaki bozulmaların, faiz oranlarındaki artışların, borsadaki çöküşlerin ve belirsizlikteki artışların zaman içerisinde finansal piyasalarda ters seçim ve ahlaki tehlike sorununa yol açtığı gözlenmektedir. Bu süreci takiben finansal kuruluşların kredi kullandırma hususunda daha seçici davranmaları dolaylı yoldan da olsa ekonomik faaliyet hacminde bir daralmaya neden olmaktadır.

Şekil- 2: Finansal Krizlerin Oluşum Süreci



Kaynak: Mishkin, 2004: 196.

1.2.1. Faiz Oranlarındaki İstikrarsızlıklar

Riski yüksek olan yatırımların finansmanında bireylerin yüksek faiz oranlarından borçlanmaya razı olmaları yüksek faiz oranlarından borç verenlerin, kredi riski fazla olan kalitesi düşük borçlanmaları finanse etme olasılığını artmaktadır. Diğer taraftan düşük kredi riskine sahip potansiyel borçluların mevcut oranlardan borçlanmak istememelerinden kaynaklanan ters seçim sorunu fon fazlası olanların borç verme isteklerini de azaltmaktadır (Mishkin, 1996: 34-35).

Nihai olarak yüksek faizler borç alan tarafa yansıtılsa da bu durum faiz ödemelerinde yük oluşturarak diğer bir deyişle borçlunun nakit akımını kötüleştirerek banka bilançolarına geri dönmeyen kredilerin artması şeklinde yansımaktadır. Kısa vadeli faiz oranlarındaki aşırı yükselişler ise bankacılık problemlerinin temel kaynağı olarak gösterilmektedir. Yüksek faiz oranlarının banka bilançolarına doğrudan etkisine bakıldığında, “kısa vadeli borçlanma ile uzun vadeli borç verme” şeklinde özetlenebilen geleneksel bankacılık işlevi dolayısıyla, bankaların varlıklarının vadesi yükümlülüklerinden daha uzun olmaktadır. Bu yüzden faiz oranlarında artışların yaşanması halinde varlık değerlerindeki azalış yükümlülüklerin değerindeki artıştan daha fazla olmakta ve öz kaynaklarda bir düşüş yaşanmaktadır (Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1998: 45).

1.2.2. Ekonomik Belirsizlik

Bir finans kurumunun iflasından, resesyondan veya borsada yaşanan çöküşten dolayı finansal piyasalardaki belirsizlikte bir artış olduğunda bankalar yüksek riskli projeleri düşük riskli olanlardan ayırmakta zorlanabilmektedirler. Ekonomik belirsizlik, sistemdeki bilgi akışını asimetrik hale getirerek, özellikle ters seçim sorununun artmasına neden olmaktadır. Ters seçim sorununu çözmekte zorlanan bankaların kredi kullandırmada daha az istekli olmaları yatırımların ve ekonomik faaliyet hacminin azalmasıyla sonuçlanmaktadır (Mishkin, 1996: 36-37).

1.2.3. Banka Bilançolarının Bozulması

Bankaların bilançolarının durumu bankaların kullandıracağı kredi miktarını etkileyen en önemli faktörlerden biridir. Banka bilançolarındaki bozulma banka sermayesinin azalmasına neden olmaktadır. Bankaların borç vermek için daha az kaynakları olması anlamına gelen bu durum kredi miktarının azalmasına ve neticede yatırımların ve ekonomik faaliyet hacminin azalmasına neden olmaktadır. Banka bilançolarındaki bozulma daha da ileri düzeylere geldiğinde banka iflasları söz konusu olmak ve oluşan panik bir bankadan diğerine bulaşarak finansal açıdan sağlam bankaların iflasa sürüklenmesiyle sonuçlanmaktadır. Finansal piyasalarda birden fazla bankanın iflas etmesi banka paniği olarak adlandırılmaktadır. Panik

esnasında mevduat sahipleri paralarının güvende olmadığını düşündüklerinden ve bankaların portföy kalitesini bilmediklerinden paralarını banka iflas edinceye kadar çekmektedirler. Yaşanan banka panikleri finans piyasalarında veri kaybına ve bankacılık sektörünün finansal aracılık rolünün kaybolmasına yol açmaktadır. Bir finans krizi sırasında bankaların kredilerindeki azalma borç olarak verilecek fonların arzında düşüşe yani faiz oranlarında bir artışa yol açmaktadır (Mishkin, 2004: 191).

Menkul ve gayrimenkul varlık fiyatlarının azalması, banka sermayesinde veya borca karşılık alınan teminatlarda azalmaya neden olarak bankaların borç verme isteklerinin azalmasına neden olmaktadır. Varlık fiyatlarındaki düşüşe bağlı olarak hisse senedi piyasasındaki sert bir düşüş firmaların öz kaynaklarının piyasa değerinin azalmasına ve dolayısıyla bilançolarda bozulmaya yol açmaktadır. Firmaların geri ödememe riskini artıran bu durum firma bilançolarındaki bozulmayla birlikte, ters seçim ve ahlaki tehlike ekseninde finansal istikrarsızlıklara neden olmaktadır (Mishkin, 2004: 190).

1.2.4. Mali Dengesizlikler

Gelişmekte olan ekonomilerde mali dengesizliklerin yaşanması, piyasada devletin borcunu ödemeyeceği korkusuna yol açabilmektedir. Bunun sonucunda devlet piyasaya sürdüğü tahvillerin büyük bir bölümünü satın almaları için bankalara baskıda bulunabilmektedir. Devletin borçlarını geri ödemeyeceği korkusu yatırımcıların ellerindeki fonları dış piyasalarda değerlendirmelerine yol açarak para krizine yani ulusal paranın büyük ölçüde değer kaybetmesine yol açmaktadır. Ulusal paranın değer kaybı döviz cinsinden borçlanmış firmaların bilançolarını yıpratmaktadır (Mishkin, 2004: 77).

1.3. Finansal Krizlerin Temel Özellikleri

Gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan finansal krizlerin bazı özellikleri ülkeden ülkeye farklılıklar gösterse de temel düzeyde finansal krizlerin taşıdıkları ortak özellikler de mevcuttur. Genel itibariyle tecrübe edilen krizlerde gözlemlenen ortak özellikler makroekonomik politikaların etkinsizliği, küresel finansal koşullardaki olumsuzluklar ve yurtiçi finansal sistemin yapısındaki bozulmalar başlıkları altında toplanmaktadır.

1.3.1. Makroekonomik Politikaların Etkinsizliği

Yüksek enflasyon, kamu finansman açıkları, aşırı değlerlenmiş kur gibi ekonomik yapı açısından tehlike oluşturan sürdürülemez makroekonomik koşullar finansal krizlerin oluşumunda rol oynayan istikrarsızlıkları ortaya çıkarmaktadır. Özellikle genişletici para ve maliye politikaları kredi hacmini artırarak banka ödünçlerinde aşırı şişkinliklere ve varlık fiyatlarında balonların oluşmasına neden olmaktadır. Bu süreç menkul ve gayrimenkul yatırımlarında spekülâtif hareketlerden kaynaklanan fiyat artışlarının sürdürülemez düzeye çıkmasıyla sona ermektedir (IMF, 1998: 81). Genişletici politikalar neticesinde yükselen enflasyonu kontrol altına alabilmek, dış dengeyi iyileştirmek ve varlık fiyatlarını indirmek amacıyla sıkı para ve maliye politikalarının uygulanması ise ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasına, borcun geri ödenmesinde güçlüklerin yaşanmasına ve alınan kredilerin yeterince etkin alanlarda kullanılmamasına yol açmaktadır (Özer, 1999: 45).

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yüksek enflasyon, kamu harcamalarının etkinsizliği ve sürdürülebilir bir makroekonomik yapının sağlanamamış olması sürekli değışen para ve maliye politikaları uygulamalarına neden olmakta ve böyle bir ortamda bankalar finansal aracılık hizmetini yeterince etkin düzeyde gerçekleştirememektedirler (Eichengreen vd., 1997: 10).

Diğer taraftan bankaların toplam borç/toplam aktif oranının yüksek olması makroekonomik dengelerde yaşanacak ani bir değışmenin finansal sistemi olumsuz bir şekilde etkileyebileceği anlamına gelmektedir. Olumsuz makroekonomik koşullar bankacılık sistemi açısından geri dönmeyen kredi sorunu ve beraberinde likidite sorunu yaşanmasını tetikleyebilmektedir. Bu bağlamda makroekonomik koşullardaki olumsuzluklar ile bankacılık krizleri arasında pozitif bir ilişki söz konusudur (Domaç ve Peria, 2000: 11).

Finansal krizlerin oluşumuna zemin hazırlayan başlıca makroekonomik istikrarsızlık göstergeleri (Eichengreen vd., 1997: 10):

- Yetersiz ekonomik büyüme,
- Yüksek enflasyon,
- Cari açıkların artması,
- Döviz kuru ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar,

- Varlık fiyatlarında ve banka kredilerindeki aşırı artışlar,
- Kamu finansman dengesizlikleri şeklinde sıralanmaktadır.

1.3.1.1. Yetersiz Ekonomik Büyüme

Borçlanmaya bağlı hızlı büyümedeki gibi reel GSYH büyüme oranında da keskin düşüşlerin yaşanması bankacılık krizlerinde çok önemli bir gösterge olarak kabul edilir (Hardy ve Pazarbaşıoğlu, 1998: 25). Düşük büyüme oranları ekonomik faaliyetlerde şiddetli ve ani daralmaya işaret ederek yurtiçindeki borçluların borç ödeme servislerini zayıflatmakta ve kredi riskinin artmasıyla birlikte sistematik bir finansal krizin ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Konjonktürün genişleme safhasında ise hem kredi arzındaki artışlar hem de kredi değerlendirmelerindeki ters seçimlerden dolayı finansal sistemdeki balonların patlaması bir bankacılık krizinin oluşumuna zemin hazırlamaktadır (Evans vd., 2000: 11).

1.3.1.2. Fiyat İstikrarsızlığı

Enflasyon oranlarında yaşanan dalgalanmalar, kredi ve pazar risklerinin değerlendirilmesini zorlaştırarak portföy riskini artırmaktadır. Yüksek enflasyonun yaşandığı durumlarda bankalar kaynak bulma ve fonlama vadelerinin birbirinden farklı olmasından dolayı çeşitli uyumsuzluklarla karşılaşabilmektedirler. Öte yandan yüksek enflasyona yüksek faiz oranlarının da eşlik etmesi bankaları, yükümlülüklerini vadesinde yerine getirmede zor duruma sokmaktadır. Bundan dolayı yüksek reel faizler ile bankacılık krizleri arasında pozitif bir ilişkinin olduğu söylenebilir (Demirgüç-Kunt ve Detragiache, 1998: 104). Enflasyon oranındaki bir düşüş ise, nominal geliri ve nakit akımını azaltarak finansal kurumların likiditesini ve ödeme gücünü olumsuz etkilerken, bankaların geleneksel işlevinin ne kadar zayıf olduğunu göstermektedir (Evans vd., 2000: 10).

1.3.1.3. Cari Açıklar

Cari işlemler dengesizliklerinin ulusal tasarruflarla giderilemediği durumlarda dış kaynaklara başvurulacağından dolayı cari işlemler dengesizlikleri, yabancılara olan net yükümlülüklerinin kaynağını oluşturmaktadır. Cari açık/GSYH oranının

yüksek olması ve bunun özellikle kısa vadeli portföy yatırımları ile finanse ediliyor olması, finansal sistemin likiditesini olumsuz etkileyerek muhtemel bir para krizinin sinyallerini vermektedir. Nitekim 1994 Meksika ve 1997 Güney Doğu Asya krizlerinde büyük miktarlara ulaşan cari açıkları finanse etmek amacıyla kısa vadeli borçlanmaya olan bağıllığın krizleri hızlandırdığı gözlenmektedir (IMF, 1998: 82).

1.3.1.4. Döviz Kuru ve Faiz Oranlarındaki Dalgalanmalar

Sermaye giriş-çıkışları ve dış ticaret şokları ile açıklanan reel döviz kurundaki kısa vadeli yön değişmelerinin bankacılık sektörüne doğrudan etkisi, bankaların varlıkları ve yükümlülükleri arasında para birimi uyumsuzluğuna yol açabilmektedir. Kaminsky vd. (1998), reel döviz kurunda yaklaşık % 20 oranında aşırı bir değerlenmenin önce para sonra bankacılık krizine öncülük ettiğini ileri sürmektedirler. Bu süreçte para ve bankacılık krizlerine ilişkin etkileşimin nedenleri aşırı değerlenmiş kurun dış ticaret yapan firmaların karlılığını olumsuz yönde etkilemesi ve aşırı değerli kura yüksek reel faizlerin eşlik etmesidir. Böyle bir durumda bankalar da faiz riski almaktan kaçınmazlarsa ulusal ve uluslararası faiz oranlarındaki oynaklıkların finansal sisteme etkisi doğrudan olabilmektedir (Goldstein ve Turner, 1996: 11).

1.3.1.5. Varlık Fiyatlarında ve Kredilerde Aşırı Artışlar

Makroekonomik dengelerde oluşan şoklardan biri olan menkul ve gayrimenkul varlık fiyatlarındaki düşüş, finansal sistemin sorunları arasında yer almakta ve banka sermayelerinde veya borca karşı alınan teminatlarda azalma ile kendini göstererek bankaların borç vermekte sıkıntıya girmelerine neden olmaktadır. Varlık fiyatlarındaki aşırı artışlar ise para politikasının etkinliğini azaltmaktadır. Öte yandan banka kredileri/GSYH oranında hızlı artış anlamına gelen ve finansal zayıflığı besleyen banka ödünçlerindeki aşırı şişkinlikler, banka bilançolarına geri dönmeyen krediler şeklinde yansyarak bankaların ödeme gücünü ve likiditesini tehdit etmektedir (Eichengreen vd., 1997: 10).

1.3.1.6. Kamu Finansman Dengesizliği

Kamu kesimi borçlanma gereğinin yüksek değere ulaşması, zamanla kamu borcunun çevrilebilirliği sorununu gündeme getirmektedir. Öte yandan bütçe açıklarının para basılarak kapatılmaya çalışılması, bir yandan hükümete senyoraj geliri sağlarken, diğer yandan enflasyona yol açmaktadır. Bunun yanı sıra ülkedeki kamu borcunun yapısı da para birimi ve vadesine bağlı olarak bir istikrarsızlık unsuru olabilmektedir. Türkiye’de olduğu gibi bütçe açıklarının finansmanı amacıyla çıkarılan devlet iç borçlanma senetlerinin (DİBS) en önemli alıcısının ticari bankalar olması bu bankaları başlıca görevleri olan finansal aracılık ve fon aktarımını gerçekleştirmekten uzaklaştırmaktadır. Ayrıca bankaların iflas etmelerine izin verilmeyeceği ve gerektiğinde likidite desteği sağlanacağına dair yasal düzenlemelerin varlığı ahlaki riskin yapısal sorun olarak ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Diğer taraftan bütçe açıkları da finansal krizlerin oluşumunda temel faktör olarak ortaya çıkabilmektedir (Dornbusch, 2001: 3).

1.3.2. Küresel Finansal Koşullar

Gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan finansal krizlerde yurtiçi makroekonomik koşulların yanı sıra dış faktörler de önemli rol oynamaktadır. Bu faktörler arasında en önemli olanlar dış ticaret hadlerindeki ve uluslararası faiz oranlarındaki ani ve büyük değışimlerdir. Gelişmekte olan ülkelerin ihraç malları genellikle doğal kaynaklar veya tarım ürünlerinden oluştuğu için bu ülkelerde dış ticaret hadlerindeki bozulmalardan ötürü finansal istikrarı bozucu şoklar daha çabuk ortaya çıkabilmektedir (Mishkin, 1997: 68-69). Caprio ve Klingeibel (1996), bankacılık krizi yaşıyan gelişmekte olan ülkelerin % 75’inde kriz öncesi dönemde ticaret hadlerindeki en az % 10’luk bir bozulmayı bankacılık krizinin öncü göstergelerinden biri olarak nitelendirmektedirler.

İhraç malları fiyatlarındaki ani düşüşler şeklindeki olumsuz şoklar, yerli firmaların kârlılıklarını etkileyerek, borç ödeme kapasitelerinin azalmasına neden olmaktadır. Bu da piyasadaki iyi kredilerin kötü krediye dönüşmesi ve bu firmalara kredi veren bankaların kredi portföy kalitesinin düşmesi ile sonuçlanabilmektedir (Eichengreen vd., 1997: 11). Dış ticaret hadlerindeki ani ve büyük ölçekli bozulmalar

karşısında bankacılık krizine yakalanma olasılığı en fazla olan ülkelerin ihraç malları çeşitlenmesi az olan ülkeler olduğu vurgulanmaktadır (Evans vd., 2000: 10).

Uluslararası faiz oranlarındaki dalgalanmalar ise gelişmekte olan ülkelerdeki borçlanma maliyetini etkilemektedir. Faiz oranlarının sürekli düşmesi, dış borçlanması olan ülkelerin kredi derecelerine olumlu etki yapmakta ve uluslararası yatırımcıların yüksek getiri beklentileri sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye girişlerini artırmaktadır (IMF, 1998: 82). Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerdeki bankalar off-shore kaynaklardan yabancı mevduatları çekmek için yüksek getiri teklif etmektedirler. Bu yüzden uluslararası faiz oranlarının artması, sermaye çıkışıyla birlikte bankaların fonlama düzeylerinin de azalması anlamına gelmektedir (Eichengreen vd., 1997: 11).

1.3.3. Yurtiçi Finansal Sistemin Yapısı ve Kırılganlığı

Finansal kırılganlık düzeyinin yüksek olduğu zayıf bir finansal sistemde finansal krizlerin yaşanması kaçınılmaz olmaktadır. Goldstein ve Turner (1996), finansal kırılganlıkların nedenlerini şu şekilde sınıflandırmaktadırlar:

- i) Bankaların yükümlülüklerindeki artışın, ekonominin büyüklüğüne ve uluslararası rezerv stoklarına göre çok hızlı olması,
- ii) Bankaların varlıklarının ve yükümlülüklerinin likidite, para birimi ve vade yapılarının önemli ölçüde birbirinden farklı olması,
- iii) Bankaların sermayelerinin ve/veya kredi karşılıklarının, varlıklarının değerindeki oynamaları karşılayacak düzeyde olmaması,
- iv) Ekonomide güven kaybının var olması.

Geri dönmeyen krediler, spekülasyon saldırıları karşısında sabit kuru savunma aracı olan faiz oranı önündeki temel problem olarak görülmektedir. Bunun nedeni düşük faiz oranlarında sermaye çıkışı yaşanırken, yüksek faiz oranlarında bankaların kredi portföy riskinin yükselerek bu durumun krize yol açması şeklinde yorumlanmaktadır. Bu duruma 1997’de Tayland’daki gayrimenkul ve tüketici kredilerine ilişkin, Malezya’daki sermaye piyasası kredilerine ilişkin geri dönmeyen kredi sorunu örnek gösterilebilmektedir (Eichengreen vd., 1997: 14).

Sistemde geri dönmeyen kredi sorunu arttıkça, bilançolarda varlık ile yükümlülük kalemleri arasındaki para birimi ve vade uyumsuzlukları büyüdükçe

durumun bir bankacılık ve para krizine dönüşme olasılığı o kadar fazla olmaktadır. Ancak sistemdeki bilançolar sağlam oldukça, sermaye hareketlerinin veya ticaretin yaratacağı şoklar döviz kurunda ya da faiz oranlarında herhangi bir ayarlamaya gerek kalmaksızın giderilebilmektedir. Singapur, Hong Kong ve Arjantin'in 1994 Meksika, 1998 Rusya ve 1999 Brezilya krizlerinden etkilenmiş olmalarına rağmen krize yakalanmamalarının arkasında bilanço yapıları sağlam bankalarının olması yatmaktadır (Dornbusch, 2001: 4-7).

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketlerinin bileşimi de finansal zayıflığın temel göstergelerinden biri olarak finansal krizlerde önemli rol oynamaktadır. Tüketim harcamalarına veya etkin olmayan yatırım projelerine yönelen ya da menkul kıymet, mevduat ve kamu borçlanma kağıtları gibi portföy yatırımları olarak nitelendirilen kısa vadeli sermaye hareketleri kolaylıkla tersine dönebilmektedir. Ülkenin üretim kapasitesini arttıran doğrudan yabancı yatırımlar ile tahvil yoluyla borçlanmaları içeren uzun vadeli sermaye hareketleri yetersiz kalmakta ve dolayısıyla tercih edilen yatırım şekli portföy yatırımlarından çok doğrudan yabancı yatırımlar olmaktadır (Sachs vd., 1996: 16-17).

Finansal kırılganlık ve finansal istikrarsızlık ile birlikte aşırı borçluluk tanımları Minsky ile farklı bir boyut kazanmıştır. Minsky (1992), finansal kırılganlığı finansal sistemin doğal bir özelliği olarak görmekte ve krize olan duyarlılık olarak tanımlamaktadır. Finansal kırılganlık kuramı ekonominin neden krize eğilimli ve içsel olarak kırılgan olduğunu açıklamaktadır. Minsky'e (1992) göre, finansal sistemdeki kırılganlık düzeyinin üç belirleyicisi vardır. Bunlar; hedge, spekülatif ve ponzi finansmandır. Söz konusu üç belirleyici ekonomik birimlerin nakit gelirlerinin, nakit ödeme yükümlülüklerini dönemler arasında karşılayıp karşılayamaması üzerine odaklanmaktadır.

Hedge finansman; tüm dönemlerdeki nakit gelirlerin, nakit ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilmekte olduğu durumu tanımlamaktadır. Örneğin faiz oranlarındaki bir artış ile yükselen nakit ödeme yükümlülükleri nakit gelir ile rahatlıkla karşılanabilmektedir. Bu durumda hedge finansmanlar, finansal piyasalardaki olumsuzluklara doğrudan duyarlı değildir. Spekülatif finansman; bazı dönemlerdeki nakit gelirin, o dönem nakit ödeme yükümlülüklerini gerçekleştirecek düzeyin altında kalması, ancak bütün dönemler dikkate alındığında;

toplam nakit gelirinin toplam nakit ödeme yükümlülüğünü karşılayabilmesidir. Bununla birlikte nakit ödeme yükümlülüklerinin nakit gelirler tarafından karşılanamadığı dönemlerde yeniden borçlanma gereksinimi doğmaktadır. Bu borç alımı sırasında faiz oranlarının yüksek bir düzeyde olması, borçlu durumdaki ekonomik birimlerin ileriki dönem nakit borç ödeme yetilerini yitirmesi anlamına gelmektedir. Spekülatif birimler finansal piyasalardaki değişimlere duyarlıdır. Bu birimler nakit ve likiditesi yüksek finansal varlıklar tutma gereksinimindedirler. Konjonktürün iyileştiği dönemlerde ise belirsizlikteki azalmadan ve likiditesi yüksek varlıkları elde tutma maliyetinin yükselmesinden dolayı spekülatif finansman hacmi genişlemektedir. Ponzi finansman; nakit gelirlerinin, nakit ödeme yükümlülüklerini yerine getirebilme gücünden yoksun olduğu finansmandır. Ponzi finansmanda, borcu ödeyememe nedeniyle sürekli yeni borçlanma gereksinimi doğmaktadır. Bu gibi durumlarda ponzi finansman birimleri, para piyasası dayatmalarına katlanmak zorunda kalmaktadırlar. Bununla birlikte, yüksek kâr güdüsüyle, ekonomilerin genişlediği ve konjonktür dalgalarının zirve yaptığı durumlarda hedge birimler; yüksek riskli, spekülatif ve ponzi finansman yapılarına geçme eğilimindedirler ve bu durum da kırılganlığı artırmaktadır. Sonuç olarak finansal kırılganlık özel sektörün finansal yapısındaki hedge finansmanın ağırlığına bağlıdır. Spekülasyon ve ponzi finansmanın ağırlığı, hedge finansmanın ağırlığından daha fazla ise kırılganlık yüksek başka bir ifadeyle finansal kriz olasılığı büyük olmaktadır (Minsky, 1992: 7).

1.4. Finansal Kriz Teorileri

Kriz dönemlerinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin krizden çıkış yolları için izledikleri politikalar birbirinden farklılıklar göstermektedir. Ülkelerin iç dinamikleri ve uluslararası piyasalarla bütünleşme dereceleri tecrübe edilen krizlerin farklı nedenlerden kaynaklanmış olabileceği anlamına gelmektedir. Bu bağlamda ülkelerin birbirleriyle olan ilişkileri de izlenen politikaların belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Ülkelerin ekonomik ilişkilerinin yalnızca uluslararası rekabet ve çatışma şeklinde algılanmaması gerekmektedir. 1929 krizinde ülkeler arasında işbirliği olmaması krizin etkilerinin daha da büyük olmasının temel nedenlerinden biri olarak görülmektedir. Finansal krizlere ilişkin geliştirilen temel yaklaşımlar Tablo-1 vasıtasıyla gösterilebilir.

Tablo- 1: Finansal Krizlere İlişkin Temel Yaklaşımlar

Yaklaşım	Finansal Krizin Kaynağı	Yaklaşımın Avantajları	Yaklaşımın Dezavantajları	Önerilen Göstergeler
Temel ampirik yaklaşımlar	Krizin kaynağı olarak 1930’lu yıllardaki depresyon referans alınır.	Sade, basit bir yaklaşımdır. Olaylar gerçeğe yakındır. Tarihi ve sosyo-ekonomik çevreyi bütünleştirir.	Sadece meydana gelmiş krizler üzerine odaklanır, potansiyel krizleri göz ardı eder.	Çok geniş kapsamlı bir gösterge seti önerir.
Keynesyen yaklaşım	Krizin kaynağının yetersiz toplam talep olduğu savunulur.	Finansal krizlerin temel belirleyicisi olan konjonktürel (devrevi) faktörlere vurgu yapar.	Finansal krizlere neden olabilecek konjonktürel faktörler dışındaki faktörleri göz ardı eder.	Toplam talep ve onun bileşenleri veya çabuk ulaşılabilir göstergeleri önerir.
Monetarist yaklaşım	Finansal krizin her zaman parasal temelli olduğu (parasal toplamın azlığı veya faiz oranlarının uygunsuzluğu) varsayılır.	Parasal istikrarın önemine vurgu yapar.	Bankaların kendi iç yapılarındaki kırılganlıkları görmezden gelir. Finansal krizleri dar bir kalıpta ele alır.	Faiz oranları, parasal toplamlar, bankalar arası piyasa likiditesi gibi göstergeleri önerir.
Asimetrik bilgi yaklaşımı	Krizin kaynağının ters seçim ve ahlaki tehlike olduğunu savunur. Ters seçim veya ahlaki tehlikenin geri ödeme kapasitesini azalttığını, reel faiz oranlarını yükselttiğini ve varlık fiyatlarının oynaklığını arttırdığını savunur.	Sıkı bir finansal kriz tanımlaması yapar ve aracılık faaliyetleri (bankacılık) eksenli bir yapıya vurgu yapar.	Asimetrik bilgi problemlerine neden olmayan kriz faktörlerinde başarısızdır.	Şirketlerin, bireylerin ve bankaların likiditesi ve borçlarını ödeyebilme kabiliyeti, nominal ve reel faiz oranları, enflasyon oranları, hisse senedi ve tahvil fiyatları, döviz kurları gibi göstergeleri önerir.

Kaynak: NBB, 2000.

Tablo-1 ana hatları itibariyle tarihsel süreç içerisinde finansal kriz literatürüne yön veren yaklaşımların finansal krizlerin kaynağına, ilgili yaklaşımın avantaj ve dezavantajlarına, yaklaşım tarafından önerilen göstergelere ilişkin görüşlerini özetlemektedir.

Finansal krizlerin kaynağının araştırılması gerekliliği gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde tecrübe edilen krizlere yönelik “Uluslararası Finansal Kriz Teorileri” geliştirilmesine zemin hazırlamıştır. Çeşitli ülkelerde özellikle 1970’lerin başından itibaren yaşanan finansal krizleri açıklamaya yönelik teoriler temel olarak sekiz

başlık altında toplanmaktadır (Davis, 2001: 93). Bu teoriler daha çok krizlerle ilgili olarak hükümet davranışları ve piyasa yapılanmaları üzerine odaklanmaktadır.

1.4.1. Aşırı Borç Birikimi Teorisi

Genellikle hızlı büyüme dönemlerinde oluşan aşırı borç birikimi, finansal krizlerin meydana gelmesinde önemli rol oynamaktadır. Finansal liberalizasyonu neredeyse zorunlu hale getiren bu durum finansal liberalizasyonun ardından iyi düzenlenmemiş bir bankacılık sisteminin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Hızlı bir ekonomik liberalizasyon sürecinden sonra denetim ve düzenlemeleri zayıf bir bankacılık sisteminin varlığı, yoğun bir sermaye girişine ve beraberinde aşırı bir borç verme ve/veya tüketim artışına yol açmaktadır. Aşırı borçlanma, borsada ve gayrimenkul fiyatlarında patlamaya neden olmaktadır. Ekonomi resesyona girdiğinde ise iyi değerlendirilmeden verilen krediler bankaları kırılgan ve krize duyarlı hale getirmekte ve parasal çöküntüyü tetiklemektedir. Finansal krizlerin daha önce yaşanan aşırı ekonomik genişlemenin sonucu olarak ortaya çıkmasına ve neticede borçlanma düzeyinin artmasına neden olabilmektedir. Piyasalardaki artan bu eğilim özellikle varlık piyasalarında spekülasyon faaliyet hacmini artırmaktadır (Kindleberger, 1998: 20-21).

1.4.2. Panik Teorisi

Monetarist yaklaşıma göre yüksek enflasyonun, bankacılık sektörünü zora sokabileceği ve bunun zaman içerisinde bir paniğe dönüşebileceği ifade edilmektedir. Bu durumda uygulanan sıkı para politikasının ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisi azalmakta ve kriz kaçınılmaz olmaktadır. Bankaların bilanço sorunları büyük ölçüde para ve vade uyumsuzluğundan kaynaklanmaktadır. Bankalar döviz olarak borçlanıp ulusal para cinsinden borç verdiklerinde döviz kurunda yaşanacak bir değer kaybı, banka iflaslarına yol açabilecek istikrarsızlıklara ve neticede banka paniklerine neden olmaktadır. Para arzındaki daralmanın en önemli sebebi olarak gösterilen banka paniklerinin ve panik ortamını izleyen süreçte ortaya çıkan parasal istikrarsızlıkların önlenmesi merkez bankalarının nihai ödünç mercii olma fonksiyonunun önemine vurgu yapmaktadır (Akdiş, 2000: 92).

1.4.3. Rasyonel Beklentiler Teorisi

Piyasalarda paniğe sebep olan en önemli faktörlerden birisinin varlık fiyatlarının değişimlerine ilişkin beklentiler olduğu ileri sürülmektedir (Akdiş, 2000: 93). Bu çerçevede özellikle fiyat ve ücret gibi değişkenlere ilişkin beklentiler krizlerin oluşumunda önemli faktörler arasında sayılabilmektedir. Örneğin; işçi sendikaları olmasını bekledikleri devalüasyonu göz önüne alarak işçi ücret düzeylerini yüksek talep ederlerken, oluşan panik nedeniyle ulusal paranın devalüe edilmesi kaçınılmaz olmaktadır. Fiyat beklentilerinin büyük ölçüde geçmiş dönemlerdeki fiyat hareketlerine bağlı olduğu bir ortamda finansal panik ve ardından finansal kriz ortamı oluşabilmektedir.

1.4.4. Belirsizlik Teorisi

Risk ve belirsizlik finansal açıdan birbirini besleyen iki unsur olarak dikkat çekmektedir. Risk, bilinen ya da ölçülebilen bir olasılıkla, bir değişkenin cari dönem değerinin beklenen değerinden farklılaşması olarak tanımlanırken, belirsizlik ise, öngörülemeyen ya da beklenmeyen olasılıklarla bu farklılığın ortaya çıkması biçiminde tanımlanmaktadır. Karar birimleri belirsizliklere göre değil, riskli olaylara göre kendilerini hazırlamaktadırlar. Knight (1921) krizlerin merkezinde risk kavramının değil, belirsizliklerin olduğunu ileri sürmüştür. Meltzer (1982) de Knight'ın çizgisinden giderek, finansal krizlerin anlaşılmasında belirsizlik faktörünün önemini ortaya koymuş ve bir belirsizlik modeli oluşturmuştur. Meltzer, kurduğu model çerçevesinde belirsizliğin, finansal krizler ve politika rejimlerindeki kaymalara duyarlı olmadığını ifade etmektedir. Shafer (1986), belirsizlik yaklaşımı çerçevesinde, finansal krizlerin önlenmesi için istikrarsız makroekonomik ve mikroekonomik politikalardan kaçınmak gerektiğini ve finansal kurumların risk durumlarını denetlemek amacıyla firmalara ihtiyatlı destekleme yapılarak belirsizliğin azaltılması gerektiğini ileri sürmektedir.

Belirsizlik, ender görülen ve beklenmeyen finansal kriz gibi olayların gerçekleşme olasılığının analiz edilmesini zorlaştırmaktadır. Finansal yenilikler de kötümser bekleyişler altında test edilmedikçe benzer sorunlara yol açmaktadır. Ayrıca belirsizlik, güven ile yakından ilgilidir ve finansal baskı durumlarında

finansal piyasaların tepkilerini açıklamaya yardımcı olmaktadır. Belirsizlik teorisi temel olarak geleceğe yönelik beklentilerin açıklanamadığı durumlarda karar vermenin güçlüğünü ve gelecekteki getirilerin olasılık dağılımları ile modellenemediği durumlarda karar almanın önemini vurgulamaktadır. Teoriye göre belirsizlik, finansal krizlerin açıklanmasında tek faktör olarak ele alınmamakla beraber finansal istikrarsızlığın temel özelliği olduğu için zorunlu bir unsur olarak da görülmektedir. Ekonomi piyasasındaki yatırımcıların beklentileri ile fiili politika sonuçları arasındaki etkileşim ana unsur olmakta ve bu etkileşimin finansal krizlere yol açtığı kabul edilmektedir (Davis, 2001: 3-4).

1.4.5. Kredi Tayınlama Teorisi

Kredi piyasasında talebin arzı aşması, yani borç almak isteyenlerin cari faiz oranından istedikleri kadar borçlanamamaları kredi tayınlaması olarak adlandırılmaktadır. Bu teoride finansal krizlerin nedeni olarak, kredi tayınlamasının sıkı kurallara bağlı olduğu bir dönemin ardından kısıtlamaların kaldırılması ve kredi talebindeki ani ve hızlı artışlar gösterilmektedir. Bu durum daha çok ekonomide meydana gelen finansal liberalizasyon hareketleri ile ortaya çıkmaktadır. Finansal liberalizasyonla birlikte ekonomideki bireylerin finansal sektöre giriş özgürlüğünün artması ile faiz oranları ve yeni araçlar aracılığıyla fonlar için fiyat verme özgürlüğü doğmaktadır. Bu süreç yeterli denetime tabi tutulmadığında ise banka bilançolarında riskli unsurların artmasına ve neticede finansal krizlere yol açmaktadır (Guttentag ve Herring, 1984: 1360).

1.4.6. Asimetrik Bilgi ve Acente Giderleri Teorisi

Akerlof, ikinci el otomobil piyasalarında asimetrik bilgi nedeniyle ortaya çıkan durumun finansal piyasalar için de geçerli olduğunu öne sürmektedir. Gresham Kanunu'na benzer şekilde ikinci el otomobil piyasalarında çürük limona benzettiği kötü durumdaki ikinci el arabaların iyi arabaları, finansal piyasalarda da kötü kalitedeki yatırımların iyi kaliteli yatırımları dışladığını ileri sürmektedir. Yani kredi piyasalarındaki riskli ve geri ödeme yeteneği az yatırımcılar, riski az ve geri ödeme yeteneği fazla olan yatırımcıları piyasa dışına itmektedir (Akerlof, 1970: 488).

Asimetrik bilgiye dayalı olan Akerlof'un limon piyasası modelinde, satıcıların piyasaya sundukları kullanılmış arabaların kalitesini bildikleri, fakat alıcıların bu konuda bir bilgilerinin olmadığı varsayılmaktadır. Bu durumda alıcı, ortalama bir arabanın kalitesi hakkında tahmin yapmak ve ödeyeceği fiyatı ona göre belirlemek zorundadır. Bu fiyattan satış yapmak isteyenler ise iyi kaliteli araba satıcılarını piyasa dışında bırakacak şekilde sadece kötü kaliteli araba satanlar olmaktadır. Bu bir piyasa başarısızlığıdır ve iyi kaliteli mal satıcıları ile kötü kaliteli mal satıcıları arasındaki dışsallıktan kaynaklanmaktadır (Varian, 1993: 603-604).

Asimetrik bilgi kavramındaki bilgi kıtlığı borç verenin maliyeti olarak öne çıkmaktadır. Kredilendirme sürecinde borç veren ya borç alanın projesinin sahip olduğu beklenen getiri hakkında daha fazla bilgiye ulaşmak için ilave para harcamak zorunda kalmakta ya da ilave bir maliyeti göze almayıp doğrudan yüksek riske katlanmaktadır. Borç verenler genelde piyasadaki mevcut bilgi ile yetinmek yoluyla ikinci tercihe daha yatkın gözükmektedirler. Aksi takdirde ilave bilgi sahibi olmak için fonlarından elde edecekleri geliri başkaları ile paylaşmak zorunda kalmaktadırlar (Bustelo vd., 1999: 69).

Akerlof'un asimetrik bilgi yaklaşımı, zaman içinde menkul kıymetler içinde de kötü kaliteli olanların bulunabileceği savıyla finansal analizlere dahil edilmiştir. Finansal piyasalardaki işleyişte ortaya çıkan sorunlarla, ikinci el otomobil piyasasındaki sorunlar benzeşmektedir. Yeni-Keynesci asimetrik bilgi yaklaşımı, finansal piyasalardaki bir karmaşanın toplam ekonomik faaliyetlerde yol açtığı istikrarsızlığı açıklama çabalarına çerçeve oluşturmaktadır. Mishkin (1998), finansal krizleri açıklamada asimetrik bilgi kavramına vurgu yapmaktadır. Asimetrik bilgi kavramını işlevsel kılan ana faktör, söz konusu kavramın finansal yapının temel unsurlarını açıklama yeteneği olarak görülmektedir. Mishkin'e göre mevcut finansal yapının temel unsurları şunlardır (Mishkin, 1998: 5):

- Piyasaya hisse senedi sürmek, firmaların faaliyetleri için öngördükleri birincil finansman yöntemi değildir.
- Sadece büyük, güvenilir firmalar projelerini finanse etmek için hisse senedi ve tahvil arz ederler.
- Finansal sistem, sektörler içinde en ağır düzenlemeye tabi olandır.

- Finansal aracılık, fonların üretken yatırım olanaklarına yönlendirilmesi için birincil yöntemdir.

- Firmalar için dışsal fonların en önemli kaynağı bankalardır.

Bu yaklaşıma göre, asimetrik bilgi olgusunun finansal piyasalarda yarattığı sorunlar, finansal sistemin mevcut fonları üretken yatırım alanlarına yönlendirmedeki etkinliğini yitirmesine neden olmaktadır. Finansal piyasalarda asimetrik bilgiden, şartlara bağlı olarak işleyen piyasaların yeterince olgunlaşmamasından, önyargılı işlemlerden kaynaklanan piyasa başarısızlıkları bulaşıcıdır. Bu olguların yol açtığı sonuçlar şunlardır (Mishkin, 2001: 3-4):

- Asimetrik bilgi, örtük kamu güvencesiyle birleştiğinde ahlaki tehlike, ters seçim ve riskli projelere aşırı derecede borç verme sonuçlarını doğurur.

- Piyasalar, para yöneticilerinin performans yeteneğini doğrudan ölçemediğinde ve bu yöneticiler çoğunlukla sürü davranışı gösterdiklerinde sonuçta aşırı bir belirsizlik ortamı oluşmaktadır.

- Varlık değerleri, gelecekteki getirilere yönelik beklentilere göre belirlendiğinden, varlık fiyatları son derece geniş bir alanda dalgalanmakta ve aşırı spekülasyonlar yaratabilmektedir.

Yeni Keynesci iktisatçılar tarafından finansal piyasalarda kırılmalığa ve etkinlikten uzaklaşmaya yol açan asimetrik bilgi olgusu menkul kıymetler ve kredi piyasalarında da etkisini hissettirmektedir. Menkul kıymet piyasalarında bir menkul kıymet yatırımcısı, beklenen kazançları yüksek ve riskleri düşük olan iyi firmaların hisse senetleri ile beklenen kazançları düşük ve riskleri yüksek olan kötü firmaların hisse senetlerini birbirinden ayırmada zorlanabilmektedir. Böyle bir durumda, menkul kıymet yatırımcısı, iyi firmaların hisse senetlerinin yüksek fiyatı ile kötü firmaların hisse senetlerinin düşük fiyatı arasındaki ortalama bir fiyattan hisse senedi almak istemektedir. Alıcının teklif ettiği fiyat firma menkul kıymetlerinin olması gereken gerçek değerinin altında olduğundan ve bu fiyat firma yöneticileri tarafından iyi bilinen firmanın gerçek durumu ile örtüşmediğinden teklif edilen fiyattan satış mümkün olmamaktadır. Bu durumda piyasada menkul kıymetlerini satmak isteyenler sadece kötü durumdaki firmalar olmakta ve teklif edilen fiyat, kötü firmaların menkul kıymetlerinin gerçek değerinin üzerinde olmaktadır. Ne var ki kötü firmaların yöneticilerinin, menkul kıymetlerini satmak için aşırı ısrarcı olmaları,

potansiyel yatırımcılara bu menkul kıymetlerin gerçek değerleri hakkında işaretler vererek onların da bu piyasada yatırım yapmaktan vazgeçmelerine neden olmaktadır (Mishkin, 1998: 202).

Kredi piyasasında asimetrik bilgiye ilişkin iki tür sorun öne çıkmaktadır. Kredi sözleşmesi yapılmadan önce borç verenlerin, borç alanlara ilişkin gerekli bilgileri fark edememesi nedeniyle ortaya çıkan ters seçim sorunu ve kredi verildikten sonra bankanın, borç alanın faaliyetlerini gözlemleyememesi ile ilgili olarak beliren ahlaki tehlike sorunudur (Mishkin, 1998: 201-202).

Ters seçim olgusu, taraflar arasında sözleşme yapılmadan önce ortaya çıkan bir asimetrik bilgi sorunu olup eksik bilgilenmeden kaynaklanmaktadır. Eksik bilgilenme, piyasadaki taraflardan birisinin kendisi hakkında bildiği, diğer tarafın bilmek istediği fakat öğrenemediği bilgidir. Diğer bir ifadeyle ters seçim olgusu borç verenlerin belirli ekonomik koşullar altında kendilerine yüksek faiz ödeme taahhüdünde bulunanlara ellerindeki eksik bilgi sonucu fonlarını kullandırmaları durumudur (Varian, 1993: 607).

Stiglitz ve Weiss oluşturdukları modelde ters seçim sorununu borç verenler açısından incelemişler, düşük ve yüksek riskli yatırımcıları birbirinden ayırt etme aracı olarak da faiz oranlarını kullanmışlardır. Modelde bankaların borç verdikleri kişilerin hareketlerini kesin olarak gözlemleyemedikleri ve yatırımcıların yüksek riskli kişilerden oluşması durumunda bankanın getirisinin azaldığı vurgulanmaktadır (Stiglitz ve Weiss, 1981: 395).

Ahlaki tehlike, sözleşme yapıldıktan sonra ortaya çıkan, saklı faaliyetten kaynaklanan ve borç alanın, borcu ödemesini zorlaştıracak her türlü faaliyet olarak tanımlanmaktadır (Varian, 1993: 609). Faiz oranı, projenin riskini yansıttığından, eksik bilgi sahibi borç verenler fonlarını geri ödenmeme riski yüksek projelere kullandırmaktadırlar. Finansmanı sağlanan projenin getirisi finansman maliyetini aştığında elde edilen kâr ise borç alan ve borç veren arasında paylaşılmaktadır. Aksine proje battığında ya da beklenen getiriyi sağlayamadığında ortaya çıkan zarar ise önemli oranda borç verenin üzerine kalmaktadır. Çünkü borç alanın kredi alırken karşılık olarak verdiği teminatlar firmanın batması sonucu değerini önemli oranda yitirmiş olmakta ve borç verenin zararını tazmin etmesi mümkün olmamaktadır.

Kredi ilişkisinde asimetrik bilgi sonucu ortaya çıkan bu durum ahlaki tehlikenin artmasına yol açmaktadır (Mishkin, 1998: 2-3).

Mishkin'e göre ahlaki tehlike sorunu, borçlu firmanın net değeri arttığında azalmakta, borçlu firmanın net değeri azaldığında ise artmaktadır. Çünkü her yeni proje yatırımı için firma borçlanırken, borç verenin parasının yanı sıra firma kendi öz kaynaklarını da risk etmektedir. Bu nedenle kredi kullanan firmanın net değeri arttıkça her yeni yatırım aşamasında kendi öz kaynaklarını artan oranda risk etmesi söz konusudur. Sonuç olarak, yüksek net bilanço değerine sahip firmalar kendi risk ettikleri miktarların artması nedeniyle yatırımlarında daha dikkatli davranarak ters seçim ve ahlaki tehlike sorununu aza indirmektedirler (Mishkin, 1998: 3-4).

1.4.7. Dealer Piyasalarının Hassaslığı ve Finansal Piyasa Yapısı Teorisi

Dealer piyasalarının hassaslığı teorisi asimetrik bilgideki artış sonucu finansal piyasa aracılarının piyasa yapıcılığındaki isteksizliklerinin ters etkileri üzerine yoğunlaşan bu teori, daha çok finansal krizlerin bir yönü olan piyasa çöküşünü açıklamaya yöneliktir (Akdiş, 2000: 94).

Davis (2001) tarafından geliştirilen finansal piyasa yapısı teorisi ise deregülasyonun veya kısıtlamaların kaldırılmasının ardından piyasaya giriş engellerinin azaltılması ve yeni ürünler ile piyasaların geliştirilmesi üzerine odaklanmaktadır. Bir başka deyişle piyasaya giriş engellerinin azaltılması rekabet artışına ve beraberinde kredi talebinin artmasıyla kredi kalitesinin azalmasına yol açarak krize neden olabilmektedir. Bu yönüyle teori, rekabetin öneminin vurgulandığı kredi tayinlaması teorisini açıklamaya yönelik olan Guttentag ve Herring (1984) modelini destekler niteliktedir.

1.5. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Modeller

1980'li yıllardan sonraki finansal krizlerin ülkelerin siyasi, ekonomik ve sosyal unsurlarını köklü bir biçimde etkilemesi krizlerin açıklanmasını ve krizlere neden olan unsurların ortaya çıkarılmasını zorunlu hale getirmiştir. Bu çerçevede finansal krizleri açıklamaya yönelik bir takım modeller oluşturulmuştur. Krugman (1979) ile birlikte başlayan teorik eksenli modeller genel olarak sentezci yoruma dayanmaktadır. Ampirik ekseninde yapılan çalışmaların odağında ise krizlerin önceden

öngörülmesini sağlayabilecek öncü göstergelerin oluşturulması yer almaktadır. Finansal krizlere ilişkin teorik çerçeveyi ele alan yaklaşımları birinci, ikinci ve üçüncü nesil modeller olarak sınıflandırmak mümkündür (Weber, 1998: 5-8).

Ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucu ithal talebinin artmasına bağlı olarak ithalatın finansmanı için dış borçlanmaya başvurulmasının borçların çevrilebilirliği ve dış ticaret açıklarının aşırı boyutlara ulaşması gibi sorunlara dönüşmesi şeklinde devam eden süreç birinci nesil para krizi modelleri ile ilgili süreci ifade etmektedir. Spekülatif döviz ataklarının başladığı, merkez bankasının rezervleri korumaya yönelik müdahalelerden kaçındığı ve ekonomik aktörlerin beklentilerine göre krizin yönlendirildiği süreç ise ikinci nesil para krizi modelleri olarak adlandırılmakla beraber bu model daha çok gelişmiş ülkelerde meydana gelen para krizlerini açıklamada kullanılmaktadır. Son olarak sürecin başlangıcını beklentiler olarak kabul eden ve bunu bankacılık sektöründe yaşanan sorunların ve uluslararası finansal sistemden kaynaklanan sorunların takip ettiğini ileri süren model ise üçüncü nesil para krizi modelleridir (Erdem, 2010: 150). Şimdi bu modellere daha detaylı olarak değinilecektir.

1.5.1. Birinci Nesil Modeller

Başta altın piyasası olmak üzere tükenebilir mal piyasalarında uygulanan bir tavan fiyat politikasının sürdürülebilir olmadığını ileri süren Salant ve Henderson (1978) çalışmasının sonuçları, Krugman (1979) tarafından geliştirilen “Birinci Nesil Modeller” yaklaşımının temelini oluşturmaktadır. Salant ve Henderson (1978) Bretton Woods sisteminin çöküşü ile sonuçlanan altın fiyatındaki değişmeye ilişkin oluşturdukları modelde altını tükenebilir bir kaynak olarak görmektedirler. Bu yönüyle ilgili model, altında olduğu gibi diğer tükenebilir kaynaklar için de kullanılabilir duruma gelmiştir. Söz konusu çalışmaya göre hükümet tarafından altın için bir yasal fiyat açıklanması durumunda, piyasa fiyatı bu yasal fiyatın altında ise spekülatörler kazanç elde edemeyeceklerini düşünerek ellerindeki altını satmakta ve böylece devletin elinde büyük miktarda rezerv birikmiş olmaktadır. Ancak bir süre sonra istikrar programı olmadığı durumda oluşan “gölge fiyat”, hükümetin hedeflerinin üzerine çıkmaktadır. Bu durumda spekülatif saldırı başlayarak fiyatlar yükselme eğilimine girmektedir. Eğer fiyat hala denetim altında tutulmak isteniyorsa

bu ancak rezervler kullanılarak gerçekleştirilebilmektedir. Ancak bu durum sürecin daha da hızlanmasına ve rezervlerin daha da azalmasına neden olarak fiyat denetiminin sürdürülemez hale getirmektedir (Salant ve Henderson, 1978: 628).

Krugman'a göre (1979) sabit döviz kuru rejimlerinde aşırı para talebi artışları kredi hacminin genişlemesine ve böylelikle uluslararası rezerv kayıplarına sebep olmaktadır. Bu durum ekonomide spekülative baskı ve saldırılara yol açmaktadır. Bu saldırılar sonucu kısa sürede rezervler erimeye başlamaktadır. Bu model kur krizi öncesi dönemde ülke içi kredi hacminin hızlı büyümesi sonucu, para talebi artışında aşamalı ve kararlı bir yayılma olacağını göstermektedir. Aynı zamanda aşırı para yaratılması, kamu sektörünün mali dengesizlikleri finanse etme ihtiyacından kaynaklanabilmektedir. Kamu sektörüne verilen kredilerdeki aşırı artış, yaklaşmakta olan krizin bir göstergesi olduğuna işaret etmektedir. Bu nedenle merkez bankası iç mali yükümlülüklerinin artışı da aynı rolü oynamaktadır. Krugman'ın temel modeli, kurdaki reel artışlar ve dış ticaret bilançosundaki bozulmanın spekülative saldırılar öncesi olduğu gerçeğini ortaya koymuştur. Bu sonuçlar kredi ve maliye politikalarının neden olduğu ani para talebi artışlarından kaynaklanmaktadır.

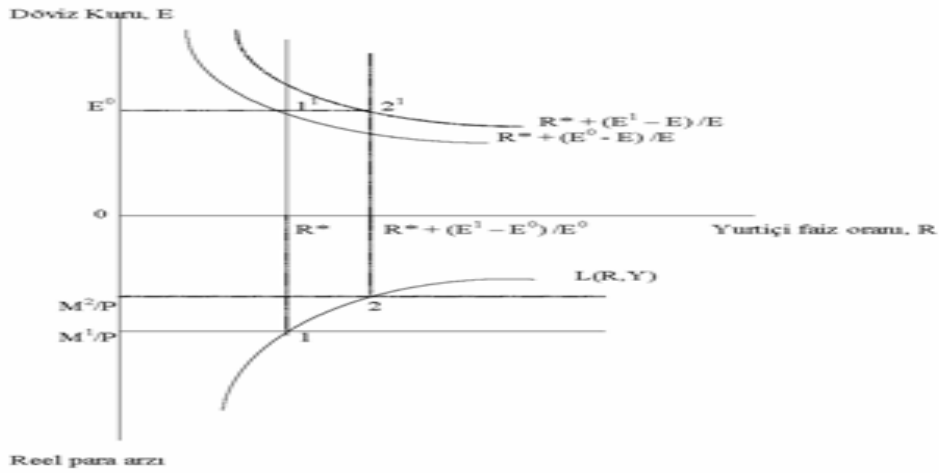
Birinci nesil modellerde döviz kurunda reel bir değer artışı yaşanmasının sebebi dış ticaret dengesindeki bozulmaların yanı sıra ticari olmayan mal fiyatlarının artması olarak görülmektedir. Bu modellere göre gelecekte yaşanması muhtemel bir krizin belirtilerinden birisi de rekabeti zayıflatıcı etkileri bulunan reel ücretlerdeki artışlar ve yükselen fiyatlardır. Ayrıca sabit pariteyi korumak için izlenen para politikaları sonucu uluslararası rezervlerin korunmaya çalışılması da çeşitli belirsizlikleri beraberinde getirmektedir. Böylece kriz ihtimali arttıkça ülke içi faiz oranları artmaktadır. Bu modeller, krizin önemli göstergelerinin döviz kurunun değerlendirilmesi, ticari işlemler ve ticaret dengeleri, reel ücretler ve yurt içi faiz oranları olduğunu ileri sürmektedir (Kaminsky vd., 1998: 3).

Krugman (1979) tarafından geliştirilen birinci nesil modeller, 1973-82 yılları arasında Latin Amerika ülkelerinde ortaya çıkan krizleri açıklamak amacıyla geliştirilmiştir. Bu modellerde bütçe açıklarının bir ürünü olarak değerlendirilen krizlerle ilgili olarak döviz kuru dengesizliği, bütçe açığı ve ödemeler dengesi gibi temel ekonomik göstergeler esas alınmaktadır. Döviz kuru rejiminin çöküş nedeni,

hükümetin bütçe açıklarını kapatmak için karşılıksız para basması olarak gösterilmektedir.

Tipik bir ödemeler dengesi krizinin nasıl ortaya çıktığı Şekil-3 yardımıyla açıklanabilir:

Şekil- 3: Ödemeler Dengesi Krizinin Oluşumu



Kaynak: Krugman, 1979: 314.

Şekil-3'te para piyasasındaki denge şeklin alt panelindeki 1 noktasında, döviz piyasasındaki denge ise üst paneldeki 1^1 noktasında gerçekleşmektedir. M^1/P bu denge durumuyla tutarlı para arzını göstermektedir. Cari işlemler dengesinde meydana gelen bir bozulma neticesinde döviz piyasasında hükümetin devalüasyon yapacağına dair beklentiler ağırlık kazanmaktadır. Dolayısıyla devalüasyondan sonra döviz kurunun mevcut düzeyinden daha yüksek bir düzeye çıkması beklenmektedir. Şekil 1'in üst kısmı bu beklentilere bağlı olarak döviz cinsinden varlıkların, ulusal para cinsinden beklenen değerini gösteren eğrinin sağa doğru kaydığını göstermektedir. Böyle bir durumda mevcut döviz kuru E^0 olduğundan, döviz piyasasının dengede kalabilmesi (2^1 noktası) veya döviz kurunun E^0 düzeyinde tutabilmesi için, faiz oranlarının $R^* + (E^1 - E^0)/E^0$ 'a yükselmesi gerekmektedir. Bu durumda sadece yeni faiz düzeyinde yabancı mali varlıkların ulusal para cinsinden beklenen getirisine eşit olmaktadır. Buna göre yurtiçi faiz oranı ilk başta R^* düzeyinde kaldığı için, yabancı varlıkların getirisinin altında kalmaktadır. Bu getiri farklılığı döviz piyasasında döviz cinsinden varlıklara karşı aşırı bir talebin

oluşmasına neden olmaktadır. Döviz kurunu (E^0) düzeyinde tutabilmek için merkez bankasının döviz piyasasına müdahale ederek piyasaya döviz satması gerekmektedir. Bu durumda ekonomide para arzında bir daralma meydana gelecek ve dolayısıyla ekonomideki para arzı yeterli miktarda daraldıktan sonra (M^2/P), faiz oranları $R^* + (E^1 - E^0)/E^0$ düzeyine yükselerek, hem para piyasası hem de döviz piyasası dengeye gelmiş olacaktır. Dolayısıyla devalüasyon yapılacağına dair beklentiler, ödemeler dengesi krizine yol açmakta ve beraberinde, rezervlerde ani bir düşüşe, yurt içi faiz oranlarının da yabancı faiz oranlarının üzerine çıkmasıyla sonuçlanmaktadır. Devalüasyon korkusuyla birlikte ülkenin uluslararası rezervlerinde meydana gelen azalma ülkeden sermaye kaçıışı sonucunu doğurmaktadır. Ulusal paradan kaçışın başlamasıyla birlikte yurtiçi döviz talebinde bir artış olması beklenmektedir. Bunun sonucunda da zaten azalmaya başlayan rezervler sermaye kaçışının artmasıyla daha da azalarak hükümeti devalüasyona gitmek zorunda bırakmaktadır (Krugman, 1997: 504-506).

Bu modellerin temel önermesi; krizlerin döviz kuru rejimi ile aşırı miktarlara ulaşan kamu kesimi borcu ve borcun parasallaşması arasındaki uyumsuzluktan kaynaklandığıdır. Bu tutarsızlık merkez bankasının yeterli rezervlere sahip olmadığı durumlarda bir süre sürdürülebilmekte, rezervlerin azalması ise spekülörlerin ulusal paraya karşı pozisyon almaları sonucunu doğurmaktadır (Yıldıztan, 2006: 12).

Fiyatın yükselebileceği değer, talebin daha fazla artmayacağı bir noktaya geldiğinde durmaktadır. Ancak resmi bir kurulun, sözü edilen malı sabit bir fiyattan alıp satacağını ilan etmesi halinde farklı gelişmeler yaşanmaktadır. Fiyatın yükselebileceği en yüksek düzeyden ellerindeki malı satan spekülörler hem bunu alma konumundaki kurumun elinde büyük bir stok birikmesine sebep olmakta hem de piyasada hedeflenen fiyatın üzerinde bir fiyat oluşturmaktadır. Böyle bir gelişme bu malın spekülörlerce toplanmasına yol açarak istikrarı sağlamak isteyen birimin stoklarını tüketme durumu ile karşı karşıya kalmasına neden olmaktadır (Karabulut, 2002: 86-87). Krugman, mal piyasalarına istikrar kazandırmaya çalışan mal kurullarındaki mantığın benzerinin, para piyasalarına istikrar kazandırmaya çalışan merkez bankalarına da uygulanabileceğini ileri sürmektedir (Krugman, 1997: 311).

Bu modelde hükümet bütçe açıklarını kontrolsüz ve sürekli olarak para basarak finanse etmektedir. Diğer taraftan döviz kurunu sabit tutabilmek için sürekli

döviz alım satımı yapmaktadır. Dolayısıyla piyasada açıkları kapamak için para basımından kaynaklanan bir kredi büyümesi bulunmaktadır. Spekülatörler bu durumu anladıklarında, merkez bankasının rezervlerinin azalacağını düşünerek sabit döviz kurunun kaldırılacağı yönünde bir beklentiye girmektedirler. Çünkü artan para miktarı ülkenin parasının değerini düşürmekte, dolayısıyla sabit döviz kuru üzerinde bir baskı unsuru olmaktadır. Merkez bankası bu baskıyı ortadan kaldırmak için piyasaya sürekli olarak döviz satmaktadır. Merkez bankasının piyasaya döviz satması ve kurun gerçekçi olmaması nedeniyle kontrol altında tutulan cari kurdan kimse işlem yapmamaya başladığında, krizin başlamak üzere olduğu anlaşılmaktadır. Bu aşamada cari döviz kurundan sadece merkez bankası ulusal para satın almaktadır. Bu nedenle spekülatörler ellerindeki ulusal parayla merkez bankasından döviz almaktadırlar. Merkez bankası bir noktaya kadar ulusal parayı desteklemeye çalışsa da ulusal parayı destekleme ile ulusal paranın döviz karşılığı satılması arasındaki mücadele çoğu zaman merkez bankasının aleyhine sonuçlanmaktadır. Model içerisinde krizin oluşma aşamasında ortaya çıkan sabit kurun kaldırılacağı zamanı belirlemek amacıyla “gölge döviz kuru” adıyla bir terime yer verilmektedir. Modele göre, pek çok para krizi yurt içi ekonomi politikaları ve döviz kuru sistemi arasındaki tutarsızlıktan kaynaklanmaktadır. Model ayrıca milyarlarca dolarlık kayıpları doğuran ani para krizlerinin, sadece yatırımcıların veya piyasayı yönlendirenlerin mantıksızlığına bağlı olmadığını ortaya koymaktadır (Krugman, 1999: 4).

Flood ve Garber (1984), milli paradan kaçış ve döviz yönelmenin yalnızca spekülatif bir amaç ya da rasyonel olmayan yatırımcı davranışı ile başlamayacağı olasılığını modele dahil etmiştir. Ayrıca hükümetler tarafından oluşturulan politikaların, orta ve uzun vadede sürdürülmesinin olanaklı olmadığı durumlarda döviz hücum başlayacağını iddia etmişlerdir (Flood ve Garber, 1984: 1-2).

Connolly ve Taylor (1984) döviz kuru rejiminin çökmesinden hemen önce ticarete konu olan malların nispi fiyatlarının nasıl değiştiği üzerinde durmuşlardır. Çalışmalarında reel döviz kurunun değerlendirilmesi ve cari işlemler hesabının kötüleşmesinin kur rejiminin çöküşünden önce gerçekleştiği sonucuna ulaşmışlardır.

Radelet ve Sachs (1998) krizlerin, ekonomi politikalarındaki temel dengesizlikler ve döviz kurunu sabit tutma arasındaki tutarsızlıktan kaynaklandığını vurgulamaktadır. Bu tutarsızlık merkez bankasının yeterli rezerve sahip olması

halinde geçici olarak giderilebilmekte fakat bu rezervler yetersiz kaldığında spekülâtörler atağa geçerek merkez bankasını zor durumda bırakabilmektedirler.

Krizlerin parasallaşmış aşırı miktardaki kamu kesimi borcu ile döviz kuru sistemi arasındaki uyumsuzluklardan kaynaklandığının ileri sürüldüğü birinci nesil modellerde ekonomide krizlerin, hem kaçınılmaz hem de önceden tahmin edilebilir nitelikte olduğu vurgulanmaktadır. Ancak stratejik bir döviz kuru müdahalesi, para krizi olasılığını ve derinliğini değiştirebilmektedir (Esquivel ve Larrain, 1998: 3).

Birinci nesil kriz modellerinin kabul ettiği varsayımlara göre, spekülasyonun ve döviz kuru üzerindeki baskının temel sebebi temel bazı makroekonomik değişkenlerdeki elverişli olmayan değişimlerdir. Bu yüzden makroekonomik değişkenlerde meydana gelecek ters yönlü hareketler ile döviz krizini önlemek mümkündür (Obstfeld, 1994: 23).

Birinci nesil kriz modelleri, para/döviz krizlerini; genişletici para politikası, artan ödemeler bilançosu dengesizlikleri, riskli ve düşük getirili proje yatırımlarının artması, bankacılık sektöründe ve finansal sistemde düzenleme ve denetleme eksiklikleri gibi temel makroekonomik değişkenlerdeki sürdürülemez gelişmelere bağlayarak açıklamaya çalışmaktadır. Birinci nesil kriz modellerine göre spekülâtif atağın gerçekleşeceği döviz kuru belirlenerek, makroekonomik değişkenlerin yönlendirilmesi suretiyle krizin önlenebileceği ileri sürülmektedir (Babic ve Zigman, 2001: 8).

Birinci nesil döviz krizi modellerine bağlı olarak kriz oluşma riskini öngörmede kullanılabilecek faktörler (Tomyczynska, 2000: 12):

- Uluslararası rezerv miktarındaki önemli düşüşler,
- Bütçe açıkları,
- Kamu ve özel sektöre verilen kredi miktarındaki gelişmeler,
- Döviz kurundaki reel kayıplar,
- Cari işlemler açığı şeklinde sıralanabilir.

Diaz Alejandro (1985) Haziran 1982’de meydana gelen ödemeler dengesi krizine yol açan nedenleri ele aldığı çalışmada Şili’de yaşanan krizin dinamiklerini “Şili kamu sektörünün borçları ve merkez bankası’nın özel sektör kurumlarına yüksek oranda teminat kullandırması, 1982 öncesi mali pozisyonlarına yönelik analizlerin geçerliliği konusunda birtakım şüpheler ortaya koymuştur. Artık ortaya

çıkıştır ki kamu sektörü, merkez bankası dâhil, mevduatları elinde tutan tüm mali kurumlar, hem dış hem de ulusal kurumlara büyük oranlarda borçlar biriktirmişlerdir. Gizli kamu borcu mali sistem çökme noktasına geldiğinde nakde çevrilebilmektedir. Bir bakıma sermayenin dışa kaışı ve ekonomik daralma, ödemeler dengesi krizini takip ederek artık işlemez hale gelen mali sisteme son çivi çakmış olmaktadır” şeklinde ifade etmektedir. Velasco (1987) ödemeler dengesi krizlerinin ve genel olarak mali krizlerin temel makroekonomik faktör ve olaylar tarafından ortaya çıktığını ileri sürmektedir.

Pek çok iktisatçı birinci nesil modellerin sahip olduğu iyi yanlara rağmen modeli yaşanmakta olan krizlerdeki ekonomik gelişmeleri gerçekçi bir biçimde yansıtmadığı konusunda eleştirmektedir. Bu grup iktisatçılar tarafından modelin yetersizliklerinin giderilmesi maksadıyla “İkinci Nesil Kriz Modelleri” geliştirilmiştir.

1.5.2. İkinci Nesil Modeller

Birinci nesil modeller ile ikinci nesil modellerin ortak yönü her iki modelde de hükümetlerin kamu açıklarını kapatmak için senyoraj gelirlerine güvenmesi ve bunun sonucunda sabit kur sisteminin çökmesidir. Diğer taraftan birinci nesil kriz modellerinin en önemli eksiği ise hükümetlerin otomatik olarak tüm bütçe açıklarını monetize ettiği ve merkez bankasının ekonomideki gelişmelere bakmadan rezerv satarak döviz kurunu baskılamasıdır. Çeşitli ülkelerde özellikle 1990’lı yıllardan itibaren karşılaşılan finansal krizlerin mevcut teorilerle açıklanamaması başka açıklayıcı modellere duyulan ihtiyacı artırmıştır (Akdiş, 2000: 96).

Birinci nesil modeller, o dönemde yaşanan krizlerin oluşum sürecine yönelik temel makroekonomik değişkenlerde bir trend öngörürken daha sonra yaşanan krizlerde bu tip makroekonomik değişken trendlerinden bahsetmek mümkün değildir. Bu krizlerde yaşanan durum, ekonomik birimlerin döviz kurunun sürdürülebileceği şeklindeki düşüncelerin yerini ani bir şekilde kurun sürdürülemeyeceği şeklindeki düşüncelere bırakmaları şeklinde açıklanmaktadır (Rangvid, 2003: 618-619). İkinci nesil modeller, temel makroekonomik değişkenler ve onların gelişimi yerine bekleyişler, bekleyişlerin tutarlılığı ve bekleyişlerin aynı yöne kaymasına sebep olan “tetikleyici” nedenler üzerinde durmaktadır. Başka bir ifade ile ikinci nesil

modellerde hükümetin ekonomi politikaları yerine piyasanın dinamikleri üzerine odaklanılmaktadır (Babic ve Zigman, 2001: 9).

İkinci nesil para krizi modelleri, para krizlerini, makro iktisadi politikaların sürdürülebilirliği ile ilgili olarak aniden ortaya çıkan olumsuz beklentilerden beslenen bir süreç olarak tanımlamaktadır. İkinci nesil kriz modellerinin çeşitli iktisatçılara göre ortak özelliği, ekonominin temel göstergelerinde (uluslararası rezervler, hükümetin finansal durumu, kur taahhüdü vb.) sürekli bir kötüleşme olmaksızın da kriz çıkma olasılığının var olduğudur. Sabit kuru korumak insanların gelecekte o paranın devalüe edileceğine inanmaları halinde çok daha maliyetli olmaktadır. Gelecekte olması beklenen devalüasyon karşısında para birimini korumak, kısa vadede yüksek faiz oranlarını gerekli kılmakta fakat bu faiz oranları hükümetin nakit akışını bozarak üretim ve istihdam düzeyini düşürmektedir. İkinci nesil kriz modelleri krizlere neden olan esas olgunun, makroekonomik politikaların sürdürülebilirliği ile ilgili beklentilerde meydana gelen ani değişimler olduğunu vurgulamaktadır. Kötümser beklentiler, kendi kendini besleyen bir süreç meydana getirmekte ve bu süreçte spekülasyon saldırıların zamanlaması tahmin edilememektedir. Bu sürecin başlangıcında, ulusal paradan olası kaçışları öngören spekülasyonlar önceden pozisyon almaktadırlar. Sonuçta sabit kur rejimini sona erdirecek olan kriz, bu sonucu gerektirecek değişkenler tamamen gerçekleşmeden ortaya çıkabilmektedir. Bu bağlamda ikinci nesil kriz modelleri, sürdürülebilir durumdaki ya da kredibilitesi olan sabit kur rejiminin, beklentilere bağlı olarak çökebileceğini ifade etmektedir (Flood ve Marion, 1996: 2).

İkinci nesil kriz modelleri krizlerin “bulaşıcı” nitelikte olduğunu, her ülkenin spekülasyon saldırılara maruz kalabileceğini belirtmektedir. Bulaşıcılığın en basit ve en mantıklı anlatımı ülkeler arasındaki bağlar ve ilişkilerdir. A ülkesindeki para krizi B ülkesindeki ekonomiyi yapısal olarak olumsuz etkilemektedir. Bu saldırılar uluslararası rezervleri düşük, finansal durumu kötü ve hükümetin sabit kur rejimini devam ettirmeye yönelik belirli zaafı olan ülkeleri etkilemektedir (Bustelo vd., 1999: 53).

İkinci nesil modeller çoklu (birden fazla) dengeye işaret ederek, makroekonomik politikalar ile sabit kur rejiminin uyumlu olduğu zaman bile para birimine saldırıların olabileceğini savunmaktadır. İkinci nesil kriz modellerinin, üç

ana bileşeni vardır, Birincisi, hükümetin sabit kur rejiminden vazgeçmesinin bir nedeni olmalıdır. İkincisi, hükümetin sabit kur rejimini savunmasının bir nedeni olmalıdır. Üçüncüsü ise, krize yol açan mantığın meydana gelebilmesi, sabit kur rejimini koruma maliyetinin, bundan elde edilecek faydaları aştığına olan inancın yaygınlaşmasına bağlıdır (Krugman, 1997: 4-5). Buradaki temel nokta, hükümetin sabit kuru korumanın faydasıyla maliyetini karşılaştırarak bir karar vermesidir (Obstfeld, 1996: 1038).

İlk olarak Obstfeld (1986) tarafından geliştirilen bu modellerde, politikaların amaç ve hedefleri arasında yaşanan çelişkiler ve gerilim durumunda veya politika belirsizlikleri ortamında, iktisadi ajanların beklentilerinin, iktisadi sonuçları değiştirecek ölçüde önemli etkileri olduğu ileri sürülmektedir. İkinci nesil kriz modellerinde ekonominin kendi dinamiği içerisinde var olan diğer unsurların da krizlerin tetikleyicisi olabileceği ve ekonomik temellerdeki zayıflığın tüm spekülatif saldırıların tek nedeni olmadığı ileri sürülmektedir. Bu modellere göre, sabit kur sisteminin korunması hükümetin kararına bağlıdır.

1992-1993 yıllarında Avrupa’da ortaya çıkan krizler öncesinde makroekonomik temellerde bir bozulma olmaması, ortaya çıkan krizin makroekonomik sorunlara vurgu yapan birinci nesil modellerle açıklanamaması sonucunu doğurmuştur. Bu nedenle para krizlerinin ortaya çıkışında başka nedenler arayan modeller üzerinde durulmaya başlanmıştır. Bu modeller, hükümetin fayda ve maliyet analizini dikkate alan ve piyasadaki olumsuz bekleyişlerin kendi kendini doğruladığı ikinci nesil kriz modelleridir. Bütün dünya sermaye piyasalarına erişim olanağı olan Avrupa’nın sanayileşmiş ülkeleri için uluslararası rezervlerin yeterli olmaması söz konusu değildir. Krugman’ın modelindeki bu temel varsayım, geçerliliğini yitirmiştir. 1992-1993 krizinde hükümetlerin farklı tepki göstermelerinin nedeni, yüksek faiz oranları ve büyüyen işsizlik gibi başka faktörlerdir (Obstfeld, 1994: 60).

İkinci nesil modellere göre, Avrupa ülkelerinde meydana gelen devalüasyonların nedeni, yetersiz talebe bağlı olarak oluşan işsizliktir. Ülkeler, işsizliğin politik maliyetleri ile devalüasyon yapmanın politik maliyetleri arasında tercih yapmak zorunda kalmışlardır. Hükümetin işsizlik konusundaki endişesi, devalüasyon beklentisini artırarak spekülatif bir atağı tetiklemektedir. İkinci nesil

modellerde krizin politik bir tercihin sonucu ortaya çıktığını söylemek mümkündür. Bu modelde ödemeler dengesi krizlerinin, sürdürülemez makroekonomik politikaların kaçınılmaz sonucu olmaktan çok, tamamen kendi kendini besleyen olaylar olabileceği ileri sürülmektedir (Obstfeld, 1986: 74).

İkinci nesil modellere ilişkin çalışmalar kendi kendini besleyen spekülasyon atakları ve çoklu denge ile ilgili örnekler vermektedir. Bu örnekler, parasal krizlerin sebepleri hakkında yeni bir bakış açısı sunmaktadır. Çoklu denge, sabit döviz kuru politikasının sürdürülebilirliği ile ilgili şüphe olmadığı halde, piyasa katılımcılarının başarılı bir spekülasyon atağın mevcut politikayı değiştirebileceğine inandıklarında ortaya çıkmaktadır (Eichengreen vd., 1997: 20).

İkinci nesil modeller üzerine yapılan çalışmalarda krizlerin uygulanan ekonomik politikalar ile döviz kuru rejimlerinin uzun vadedeki çelişkileri sonucunda ortaya çıktığı ileri sürülmektedir. Ancak bazı durumlarda krizlerin piyasa aktörlerinin hiçbir suçu yokken de ortaya çıktığı görülebilmektedir (Akdiş, 2000: 97).

Obstfeld (1994) siyasi otoritenin döviz kurunu iptal etmesini belirleyen faktörleri aydınlatma amacını gütmektedir. Burada birinci nesil modellerdeki gibi rezervler değil, yüksek faizler ve işsizlik oranlarının artması, hükümetlerin krizlerdeki tutumunu etkilemesi açısından daha da önem kazanmaktadır. Asıl vurgu ise rasyonel davranan piyasa aktörleri ile hükümet arasındaki etkileşim üzerine odaklanmaktadır. Buna göre piyasada oluşan spekülasyon beklentiler hükümetin davranışına bağlı iken, aynı şekilde hükümet de bu beklentilerden etkilenmekte, tavrını bunlara göre değiştirebilmektedir. Bu dinamik etkileşim, reel bazı baskılar söz konusu olsa da, gerçekleşmeyebilmekte ama piyasa aktörlerinin olacağını beklediği krizlere yol açabilmektedir.

Genellikle doğrusal olmayan ve birden fazla dengenin olabileceğine dikkat çeken ikinci nesil modellerde, hükümetin kur politikasını değiştirmesi için yurtiçi piyasalarda baskı yaratıcı reel bazı dinamiklerin ortaya çıkması gerekmektedir. Bunun en önemli nedeni büyük miktarlara ulaşan ve sabit kur uygulandığı için sona erdirilemeyen iç borçlanmalardır. Bir diğeri ise esnek olmayan ücret yapısına bağlı olarak yaşanan yüksek oranlı işsizliktir. Bunlarla karşı karşıya olan hükümetlerde, genişletici para politikaları uygulama eğilimleri ortaya çıkmakta ama sabit kur rejiminden dolayı bu mümkün olmamaktadır. Piyasa aktörlerinin güveni, rejimin

sürdürülebilmesinde hayati bir önem taşımaktadır. Güvensizlik sonucu tahvil faizlerinin yükselmesi ya da yüksek oranlı ücret artışları talep edilmesi, sistemin maliyetlerinin daha da artması sonucunu doğuracak bu da sabit kur uygulamasından vazgeçilmesini hızlandırmaktadır (Obtsfeld, 1994: 12).

1.5.3. Üçüncü Nesil Modeller

1997 yılındaki Güney Doğu Asya finansal krizi, birinci ve ikinci nesil modellerle açıklanamayan farklı bir karakter arz etmektedir. Bu çerçevede bu kriz farklı ülkelerde yaşanan krizlerin birbiriyle etkileşimi ve bulaşma (contagion) kavramı üzerine yoğunlaşan üçüncü nesil modellerin oluşumuna zemin hazırlamıştır. Bulaşma, bir ülkede başlayan krizin bir başka ülke için kriz ihtimali doğurması olgusudur. Bu modeller özellikle benzer makroekonomik kırılganlıklara sahip ülkelerde ortak şoklara maruz kalınması durumunda ortaya çıkan krizleri açıklamaya çalışmaktadır. Bu modellere göre bulaşmadan söz edebilmek için bir ülkede baş gösteren krizin başka bir ülkenin makroekonomik temellerini ya da o ülkenin piyasa aktörlerinin beklentilerini etkiliyor olması esastır. Burada makroekonomik temellerle ilgili etkileşim taşıma (spillover), piyasa aktörlerinin beklentilerine ilişkin etkileşim ise saf bulaşma (pure contagion) kavramlarıyla açıklanmaya çalışılmaktadır (Drazen, 1999: 5-6).

Güney Doğu Asya Krizi, ülke hükümetlerinin oldukça iyi durumda olmalarına rağmen yaşanan bir kriz olması yönüyle pek çok gözlemciyi şaşkına uğratmıştır. 1997’de yaşanan krizin bir diğer ilginç yanı krizden kısa bir süre önce IMF’nin bile oldukça iyimser sayılabilecek büyüme tahminlerinde bulunması olmuştur. Krizden sonra bile, bu ülkelerin kriz riski taşıdığına veya kriz döneminde olağan dışı riskli olduğuna dair bir gösterge bulunamamıştır. Bu belirsizlik araştırmacıları yeni modeller geliştirmeye itmiştir.

Para krizlerinin nedeni ne olursa olsun, hem birinci nesil hem de ikinci nesil kriz modelleri, para ve bankacılık krizlerinin etkileşimine önem vermemektedir (Kaminsky ve Reinhart, 1998: 1). Son zamanlarda ortaya çıkan krizlere bir anlam vermek ve gelecekte yaşanabilecek krizlerin önceden bilinmesine yardım etmesi düşüncesi üçüncü nesil kriz modeline duyulan ihtiyacı artırmıştır. Bu modeller, Asya krizinden hareketle, bankacılık ve finansal sistemin rolünü vurgulayarak, para ve

bankacılık krizlerinin birbirini besleyen bir kısır döngü yarattığı fikrine dayanmaktadır. Bu modele göre, problemlerin esas kaynağı bankacılık sektöründe gizlidir. Ahlaki riskin yönlendirdiği borçlanma, yatırımlara bir tür gizli yardım sağlamaktadır. Ancak bu yardım, gözle görülür zararların oluşması karşısında, hükümetlerin gizli garantilerini geri çekmeleriyle son bulmaktadır (Krugman, 1999: 2-3).

Üçüncü nesil kriz modelleri, finansal piyasalardaki eksiklikleri temel etken olarak görmektedir. Bu modeller, tipik olarak ya devlet garantisinin varlığı şeklindeki kötü politikalar ya da asimetric bilgi veya sözleşmelerin yerine getirilmesindeki aksaklıklar gibi bilanço etkilerini uyaran eksiklikler üzerine inşa edilmiştir. Buradaki mantık, finansal aracılardan sahip olduğu yükümlülüklerin devlet garantisinde olması sebebiyle ahlaki risk problemine yol açan bir sürece dayanmaktadır. Özellikle bankaların riskli projeleri fonlamaları ile genişleyen kredi hacmi, finansal varlıkların fiyatlarını yükseltmekte ve finansal sistemin nominal olarak aşırı derecede büyümesine neden olmaktadır. Finansal balonun patlamasıyla, bu süreç tersine dönerken varlık fiyatları düşmekte, bankaların toplam kredileri içinde geri dönmeyen kredilerin payı artmaktadır. Sonuç olarak ödemeler sisteminin kilitlenmesi bankacılık krizlerine hız vererek para krizlerini de beraberinde getirmektedir (Krugman, 1999: 3-4).

İlk iki kriz modeli de genel itibariyle krizlerin hükümet başarısızlıklarından kaynaklandığı üzerine odaklanmaktadır. Birinci nesil modeller tutarsız makroekonomik politika uygulamalarını, ikinci nesil modeller de hükümetin sabit kur rejimini sürdürüp sürdürememe konusundaki güven yetersizliğini ön plana çıkarmaktadır. Asya krizleri ile birlikte hükümetin üçüncü bir başarısızlığı olan finansal piyasaları gerekli denetim ve yönetimden yoksun bırakma durumu ortaya çıkmıştır ki bu da krizin ortaya çıkışındaki en önemli faktörlerden biridir.

Krugman (2001) üçüncü nesil modellerde üç temel kriz nedeni üzerinde durmaktadır. Bunlar:

- Ahlaki tehlike kaynaklı yatırımlar; dış borç ile finanse edilen yatırımların aşırı biçimde yapılması ve daha sonra bu sürecin tersine dönmesi,
- Açık ekonomilerde banka hücumlarının görülmesi (bank-run),

- Ödemeler bilançosu bozulmalarının döviz kuru üzerinde yarattığı baskıdır.

Birçok ülkenin dışa açık ticaret politikaları izlemesi, özelleştirmenin hızlanması, özel sektörün kredi bulma olanaklarının genişlemesi ve hükümetin denetimi altındaki yurtiçi kredilerden başka olanak elde etme olanağının sağlanması, bir anlamda hükümet ve özel sektör arasındaki ortaklığı genişleterek sağlıklı bir yapıya dönüştürmektedir. Finansal serbestlik ve ahlaki tehlike banka hücumlarına yol açarak mevduatın yurt dışına sermaye olarak çıkmasına ve döviz kuru üzerindeki baskının artarak sabit kur sisteminin terk edilmesine neden olabilmektedir (Krugman, 2001: 3-4).

Üçüncü nesil kriz modellerinde, asimetrik bilginin sonuçları olan ahlaki tehlike ve ters seçim sorunları ile ülkeler arasındaki ticari ve finansal ilişkilerin etkisinin görüldüğü yayılmacı etkiler üzerinde durulmaktadır. Asya Krizi'ndeki sorun ahlaki tehlike kökenli bir sorundur. Asya krizi finansal kurumların yeterli denetim ve gözetimden yoksun olmalarına karşın, devlet garantisi altında olmalarından kaynaklanmaktadır. Bu kurumların aşırı riskli borçlar vermeleri, varlıkların fiyatlarını yükseltmekte ve enflasyona neden olmaktadır. Riskli borç vermenin sürmesi ise riskli varlıkların fiyatlarını yükseltmekte ve finansal balonun daha da şişmesine neden olmaktadır. Daha sonra balon patlamakta ve kriz bu sürecin tersine doğru işlemlerini içermektedir. Varlık fiyatları düşmekte ve düşen varlık fiyatları iflaslara neden olmaktadır. Bu süreçle birlikte Asya ekonomilerinin yaşadığı kendi kendini besleyen krizler ortaya çıkmaktadır. Ayrıca Asya ekonomilerinde yaşanan kendi kendini besleyen krizler ile zayıf ticari ilişkilere sahip ekonomiler arasındaki yayılma olgusu da üçüncü nesil modellerin en tipik özelliklerinden birisidir (Krugman, 2001: 2-3).

1.6. Finansal Kriz Tahmin Modelleri

Finansal krizlerin ekonomiler üzerinde derin etkiler bırakması finansal krizlerin önceden tahmin edilebilirliğine ilişkin yeni çalışmaların yapılmasını zorunlu kılmıştır. Bu bağlamda hem akademik çevreler hem de uluslararası finansal kuruluşlar kriz öncesi erken uyarı sistemleri üzerinde çalışmalar yapmaktadırlar. Finansal krizleri önceden tahmin edebilmek amacıyla daha önceki kriz tecrübelerinden yola çıkarak erken uyarı niteliği taşıyabilecek çeşitli göstergeler

kullanılmaktadır. Krizlerin öngörülmesinde kullanılan bu göstergeler krizlere en çok hangi etkenlerin neden olduğuna işaret etmektedir.

Bir ekonomide kırılganlığı arttıran faktörler (IMF, 1998):

- Tutarsız makroekonomik politikalar,
- Yanlış döviz kuru ayarlamaları,
- Dış finansal koşullar (ticaret haddi, dünya faiz oranları),
- Sermaye akımlarının yapısı ve vadesi,
- Piyasa beklentilerindeki kaymalar,
- Finansal sektörün zayıflığı,
- Politik faktörler şeklinde sınıflandırılabilir.

Finansal krizlere ilişkin erken uyarı göstergelerinin belirlenmesi gerekliliği kriz yaşayan ülkelerin yüksek maliyetlere maruz kalması ve yakından izlenen piyasa göstergelerinin yetersiz oluşunun fark edilmesi ile kanıtlanmıştır (Goldstein vd., 2004: 1). Erken uyarı sistemine ilişkin modeller öncü göstergeler ve sinyal modelleri şeklinde iki grupta incelenmektedir.

1.6.1. Öncü Göstergeler Modeli

Konjonktürel dalgalanmalardan önce trendden sapmalar gösteren değişkenlere ilişkin geliştirilen modeller öncü göstergeler modeli olarak tanımlanmaktadır. Bir sonraki dönemde ekonominin gidişatına yönelik ipuçları veren göstergeler öncü göstergeler olarak adlandırılabilir. Öncü göstergeler modelinde genellikle çeşitli makroekonomik büyüklüklerin krizlerin oluşumundan önce nasıl bir değişim gösterdiği ve buna göre krizlerin önceden tahmin edilip edilemeyeceği üzerine odaklanılmaktadır. Genel hatlarıyla kriz öncesi dönemde büyüme, enflasyon ve kamu finansmanı alanındaki değişmelere karşın, cari işlemler açığının hızlandığı, sermaye hareketlerinin kısa vadeli sermaye girişleri yönünde geliştiği, enflasyon hedefindeki sapmalar nedeniyle ulusal paranın reel olarak değer kazandığı ve bankacılık kesiminin bilanço yapılarında bazı risklerin belirginlik kazandığı görülmektedir. Bu modelde öncü göstergeler olarak ele alınan değişkenler ekonominin daha çok reel kesimine ilişkin göstergelerdir. Kaminsky vd. (KLR-Kaminsky, Lizondo, Reinhart) öncü gösterge olarak kabul ettikleri reel sektör göstergeler Tablo-2’de gösterilmiştir. Tablo-2’deki göstergelerden reel GSYH

büyüme oranı, işsizlik oranı ve hisse senedi fiyatlarındaki değişimler ampirik çalışmalarda sıkça kullanılan göstergelerdir.

Tablo- 2: Finansal Krizlere İlişkin Öncü Göstergeler

	Öncü Göstergeler
Reel Sektör	Reel GSYH büyüme oranı Kişi başına gelir artışı Toplam üretim düzeyi Toplam üretim açığı İmalat sanayindeki reel ücretler Ücret artışları İşsizlik oranı İstihdam artışı Hisse senedi fiyatlarındaki değişim

Kaynak: Kaminsky vd., 1998, 36-37.

Nag ve Mitra (1999), Endonezya, Malezya ve Tayland için 1980-1998 yıllarına ilişkin aylık veriler kullanarak yaptıkları çalışmada, döviz kuru ve rezervlerde meydana gelen değişikliğin kriz olarak tanımlanabilmesi için ağırlıklı ortalamalarının eşik değerinin 2 olması gerektiğini ifade etmişlerdir.

Aziz vd. (2000), 20'si gelişmiş 30'u gelişmekte olan 50 ülke üzerinde öncü göstergelerin geçerli olup olmadığını, 1975-1997 dönemine ilişkin aylık ve yıllık veriler kullanarak analiz etmişlerdir. Analizler sonucunda, döviz kurunun ağırlıklı ortalamasında ve rezervlerde 1,5 kat oranında ortaya çıkan standart sapma kriz olarak tanımlanmıştır. Analizlerde kullanılan aşırı değerlendirme, dış ticaret hadleri, enflasyon, yurtiçi kredilerdeki artış, M2/Rezervler, reel faiz oranları ve cari işlemler dengesi gibi değişkenlerin krizi açıklamada yararlı olduğu ifade edilmiştir. Kamin vd. (2001) gelişmekte olan 26 ekonomi üzerinde 1981-1989 yıllık verilerini kullanarak yaptıkları analizlerde reel döviz kuru ve rezervlerde meydana gelen değişikliğin kriz olarak değerlendirilebilmesi için eşik değeri 1,75 olarak hesaplamışlardır.

Öncü göstergelerin analizinde karşılaşılan en önemli zorluk çeşitli ampirik çalışmalarda istatistiksel olarak anlamlı bulunan çok sayıdaki değişken arasından hangilerinin analiz için modele dâhil edileceğinin belirlenmesidir. 1975-97 arasındaki dönemi kapsayan bu çalışmalarda, makroekonomik değişkenlerin kriz dönemlerinde sergiledikleri hareketler incelenmiştir. Sonuç olarak reel döviz kurunda gerçekleşen aşırı değerlenmeler, kriz öngörmede en etkin gösterge olarak belirlenmiştir. Yurtiçi döviz kurunun, iki yıl öncesindeki değerine nazaran, reel

olarak değeri lenmesi krizler için önemli bir diğ er öncü göst erge olmaktadır. Bu göst ergenin olası bir krizi 13 ay öncesinden ö ngö rmesi beklenmektedir. Kriz öncesi dönemin yanı sıra, reel dö viz kuru göst ergesi, krizlerin yükseliş dönemlerinde sinyal verme özelliğini korumaktadır. Etkin bir göst erge olma özelliklerini taşıyan diğ er iki göst erge ise M2/Rezervler ve yurtiçi kredi miktarındaki büyü me oranıdır. Hisse senedi fiyatlarındaki düşüşler ve bankaların likiditesinin yüksek olması, sadece gelişmiş ö lkeler için kullanışlı olan bir göst ergeyken; ticaret haddinde meydana gelen bozulmalar, gelişmekte olan ö lkelerde krizleri 8 ay öncesinden ö ngö rebilen yararlı bir göst erge olarak tespit edilmiştir. Yurtdışı faiz oranları ise krizin çok yaklaşt ığı dönemler dışında öncü göst erge olarak anlamlılığını yitirmektedir (Ö zdemir, 2007: 68-69).

1.6.2. Sinyal Modelleri

Finansal krizlerin tahmini konusunda, literatürde kabul gö ren üç farklı çalışma grubu vardır. Kaminsky, Lizondo ve Reinhart (KLR, 1998) öncülüğünde ortaya çıkan istatistiki çalışmalar sinyal yaklaşımı olarak adlandırılmaktadır. Diğ er çalışmalar ise Sachs, Tornell ve Velasco (STV, 1996) öncülüğünde krizin kökenleri ve yayılması üzerine yapılan çalışmalar ve ilk olarak Frankel ve Rose (FR, 1996) tarafından önerilen kriz olasılığını tahmin etmeye dönük logit-probit modeller yaklaşımı şeklinde gruplanabilir (Berg ve Pattillo, 1999: 561).

Sinyal modelleri, kriz öncesi çeşitli ekonomik değ işkenlerin davranışlarının normal dönemdeki davranışlarından sistematik olarak farklı olup olmadıklarını değ erlendirmek için parametrik ve parametrik olmayan testler kullanır. Kaminsky vd. (1998) tarafından önerilen bu modelde her bir değ işkenin kriz öncesi dönemdeki ortalama düzeyi ile sakin dönemdeki ortalama düzeyi kıyaslanır. Kriz öncesinde bir değ işkenin belli bir eşik değ erini aşması uyarı sinyali olarak kabul edilir (Kaminsky vd., 1998: 26).

Sinyal modellerinde, sinyal aralığının ve eşik düzeyinin tanımlanması ve sinyallerin sınıflandırması son derece önem arz etmektedir. Sinyal aralığı krizleri tahmin etme yeteneğine sahip olduğu umulan bir göst ergenin içinde bulunduğu dönemi ifade etmektedir. Kaminsky vd. (1998), bu dönemi 24 ay olarak belirlemişlerdir. Buna göre sinyalleri izleyen 24 ay içinde bir kriz meydana geliyorsa

“iyi”, bu süreç içerisinde bir kriz meydana gelmiyorsa “kötü” sinyaller söz konusudur. Sinyal modellerinde krizin tahmin süreci şu aşamalar halinde gösterilebilir:

- Krizin tanımlanması ve kriz dönemlerinin tespit edilmesi,
- Krizleri tahmin etmede kullanılacak öncü göstergelerin belirlenmesi,
- Seçilen öncü göstergeler için eşik değerlerin belirlenmesi,
- Spekülatif baskı endeksinin oluşturulması ve krizin tahminidir.

Erken uyarı sisteminde kullanılacak değişkenler esas olarak para ve bankacılık krizlerinin nedenleri ile ilgili teorik literatürden türetilmektedir. Krizleri öngörebilmek için öncelikle krizin sebepleri açık bir şekilde ortaya konulmalıdır. İdeal bir erken uyarı sistemi, bir ülkenin dış ödemelerini etkileyen veya parasının büyük ölçüde devalüe edilmesine yol açan açık bir kriz riski doğuran durumları tanımlayabilmelidir.

Kaminsky vd. (1998) para krizleri için belirli bir sınır değerini geçtiğinde kriz sinyali veren aylık göstergelere dayalı bir öncü göstergeler yaklaşımı olan KLR modelini geliştirmişlerdir. Ocak 1975-Haziran 1998 dönemini kapsayan çalışmalarında, rezerv değişikliği ve nominal döviz kuru değişikliğiyle ağırlıklandırılmış olarak hesaplanan bir kriz endeksini kullanmışlardır. Herhangi bir ayda eğer endeks söz konusu ülke ortalamasının üç standart sapma üzerinde ise bu durumu finansal kriz olarak kabul etmişlerdir. Bu yaklaşım kriz olasılığından çok kriz göstergesi olarak sınır değerler belirlemek üzerine odaklanmaktadır. On beş göstergenin ele alındığı çalışmada yirmi dört ay içerisinde kriz yaşandığında gösterge iyi, yaşanmadığında kötü olarak değerlendirilmiştir.

Kaminsky ve Reinhart (1999) çalışmasında ise Para Piyasası Dalgalanma Endeksi (PPD) kullanılmıştır. Bu endeks rezervler ve nominal döviz kurundaki ağırlıklı ortalama değişimlere göre oluşturulmaktadır. Ağırlık, döviz kuru değişimleri standart sapmasının rezerv değişimleri standart sapmasına oranını göstermektedir. Döviz kurundaki değişimler pozitif, rezervlerdeki değişimler ise negatif ağırlığa sahiptir. Böylece döviz kurunun artması ve rezervlerin düşmesi para piyasası dalgalanma endeksini yükseltmektedir. Baskı endeksinin, ağırlıklı

ortalamadan üç standart sapma daha fazla olması durumunda kriz ortaya çıkmaktadır. Üç katsayısının bir sınır değeri olarak seçimi sezgisel olarak belirlenmektedir.

KLR modeline göre her bir değişken analiz edilerek en uygun eşik değerler hesaplanmaktadır. Herhangi bir göstergenin eşik değeri üzerine çıkması ya da eşik değeri altına düşmesi kriz sinyali olarak kabul edilmektedir. Eşiğin doğru belirlenmesi sorununu aşmak için bağımsız değişken serileri yüzdelik dilimlere ayrılmaktadır. Bağımsız değişkenin, bağımlı değişkeni beklenen etkileme yönüne göre en uygun yüzdelik dilim alt ya da üst eşik olarak belirlenmektedir. Örneğin % 10'luk dilim kullanılacaksa, alt eşik belirlendiğinde % 10'luk dilimin altına düşme durumu, üst eşik belirlenirken de % 90'luk dilimin üzerine çıkma durumu kriz sinyali olarak algılanmakta ve gelecek yirmi dört ay içerisinde bir kriz yaşanma olasılığı öngörülebilmektedir (Sevim, 2012: 44-45).

KLR Modelinde PPD endeksinin ortalamadan üç standart sapma sapması ile belirlenen kriz ayları ile öncü göstergelerden elde edilen sinyal ayları Tablo-3'teki Sinyal Kriz Matrisinde karşılaştırılmaktadır.

Tablo- 3: Sinyal Kriz Matrisi

Sinyal Durumu	Kriz Var (24 ay içinde)	Kriz Yok (24 ay içinde)
VAR	A	B
YOK	C	D

Kaynak: Kaminsky ve Reinhart, 1999.

Tablo-3'teki kriz matrisi KLR modelinden hareketle ilgili göstergenin belirlenen eşik değerini aşmasını müteakip 24 ay içerisinde bir kriz olup olmama olasılığını sembolize etmektedir. Tablo-3'te görüldüğü üzere her bir değişken için dört olası durum vardır. Bir değişken krize ilişkin sinyal verebilir sinyal (1. satır) veya sinyal vermede başarısızdır (2. satır). Bir değişkenin verdiği sinyali 24 ay içinde bir kriz izliyorsa, bu sinyal “iyi” bir sinyal olarak kabul edilir (A hücresi). Bir değişken sinyal vermesine rağmen kriz meydana gelmiyorsa, bu sinyal “kötü” bir sinyaldir (B hücresi). Bir değişken sinyal vermediği halde kriz meydana geliyorsa, “kaçan” bir sinyal söz konusudur (C hücresi). Hem sinyal hem de krizin olmadığı bir durumda “iyi bir suskun” sinyal vardır (D hücresi). A ve D, mükemmel bir

göstergenin ürettiği gözlemleri oluşturmaktadır. Her bir değişken için ve her bir eşik düzeyi için değişkenlerin yaydığı aylık sinyaller A, B, C ve D hücrelerine yerleştirilmektedir. Sinyal yaklaşımında amaç çok sayıda kriz kaçırma riski ile çok sayıda kötü sinyale sahip olma riski arasındaki dengeyi kurabilecek bir eşik düzeyi seçmektir. Eşikler, kötü sinyallerin iyi sinyallere oranını minimize etmek için hesaplanır. Matrise göre bu minimizasyonu sağlayan oran $[B/(B+D)]/[A/(A+C)]$ 'dır.

KLR Modelinde temel nokta en uygun kritik değerin ne olduğunu bulabilmektir. Modelin sinyal verme sıklığı en uygun kritik değerin düşüklüğü ile ilgilidir. En uygun kritik değerin yüksek tutulması her ne kadar yanlış sinyal alımını engellese de bununla birlikte bazı krizlerin de öngörülememesi riskini beraberinde getirmektedir. Buna birinci tip hata denmektedir. En uygun kritik değer ne denli düşükse, model o kadar sık sinyal verecektir. Şüphesiz bununla birlikte olası yanlış sinyal verme sayısı da en uygun kritik değerin düşüklüğüne bağlı olarak artış göstermektedir. Buna da ikinci tip hata denmektedir (Sevim, 2012: 45-46).

Her bir öncü gösterge için Tablo-3'teki durumlar incelenerek analize katılan göstergelerin krizi önceden haber verebilme yetenekleri sınanmış olmaktadır. Böylece krize ilişkin her bir gösterge tek tek incelenerek bunlar arasından en başarılı göstergeleri seçmek mümkün olmaktadır. Daha sonra tahminde başarısı yüksek öncü göstergelerden bir bileşik endeks oluşturularak kriz öngörüsünde bulunulabilmektedir (Sevim, 2012: 46).

Uygulamada KLR modellerini kullanan çok sayıda çalışma mevcuttur. Berg ve Pattillo (1999) KLR modeli ile regresyon modellerini karşılaştırmış ve Asya krizinin öngörülüp öngörülemeyeceği sorusuna yanıt aramıştır. Çalışma sonuçları KLR modelinin, Asya krizinin öngörüsünde ötekilere kıyasla daha başarılı bir model olduğunu göstermiştir. Ancak modeldeki yanlış sinyaller doğru sinyallerden fazla olduğundan 1997'deki krizin zamanını belirlemede KLR modelinin yeterince güvenilir olmadığı da belirtilmiştir. Ayrıca her iki modelde de yüksek cari işlem açığının önemli bir risk faktörü olduğunu, yurtiçi kredilerin yüksek olduğu, reel döviz kurunun aşırı değerlendirildiği ve M2/Rezervler oranının arttığı durumlarda para krizlerinin görülme olasılığının artış gösterebileceğini belirtmişlerdir.

Edison (2000) krizi, ulusal paranın keskin bir değer kaybına uğraması, uluslararası rezervlerin düşmesi olarak tanımlamış ve KLR modelini kullanmıştır.

Edison (2000) reel döviz kurunda sapma, ihracat ve ithalat değerleri, döviz rezervi, M2/ Rezervler, yabancı ve yerli mevduat faiz oranları farkı, sanayi üretim endeksi, tahvil fiyatları endeksi, M2 çarpanı, yurtiçi krediler/GSYH, reel mevduat faiz oranı, kredi faiz oranı/ mevduat faiz oranı, M1 dengesi ve ticari banka mevduatları değişkenlerini kullanmıştır. Edison (2000) kriz aylarını belirleyebilmek için nominal döviz kurundaki yüzde değişme ve yabancı rezervlerdeki yüzde değişimin ağırlıklı ortalamasını alarak bir döviz piyasası baskı endeksi oluşturmuştur. Ulusal paranın değer yitirmesi ve rezervlerin düşmesi döviz kuru baskı endeksini yükseltmektedir. Döviz piyasası baskı endeksinin ortalamasının iki buçuk standart sapma üstüne çıkması kriz olarak tanımlanmıştır. İki buçuk standart sapma olarak kabul edilen eşik değer sezgisel olarak belirlenmiştir. Çalışmanın sonucunda KLR Modelinin kriz olmadığı durumlarda da yanlış sinyaller verebildiği gözlenmiştir.

Edison (2000), KLR Modeli'nin öncü göstergeler yaklaşımı olarak IMF'nin kullandığı probit modellere bir alternatif olabileceğini ifade etmektedir. KLR Modeli'ne döviz kurundaki değişikliklerin yanında, faiz oranındaki değişiklikler ve enflasyon oranındaki değişikliklerin eklenmesi durumunda daha iyi sonuçlar verebileceğini vurgulamaktadır.

Goldstein vd. (2004), 1970-1995 dönemi için Kaminsky ve Reinhart (1999) finansal krizleri öngörmede yirmi beş ülkenin aylık göstergelerini daha da genişleterek sinyal yaklaşımı ile öngöründe bulunmuşlardır. Banka krizleri için reel döviz kuru, hisse senedi fiyatları, para çarpanı, üretim artışı ve ihracat göstergelerinin kriz sinyali verdiği, para krizlerinde ise reel döviz kuru, hisse senedi fiyatları, ihracat, M2/rezervler ve üretim artışının kriz sinyali veren öteki göstergeler olduğunu belirlemişlerdir.

Peng ve Bajona (2008), para krizlerini Çin ekonomisinin Haziran 1991-Kasım 2001 dönemi verilerini kullanarak KLR Modeli ile öngörmeye çalışmışlardır. KLR modelinin 1994'teki döviz kuru dalgalanmalarını, Ağustos 1998 ve Mayıs 1999 Asya krizlerini öngörmede başarılı olduğu görülmektedir. Ancak Çin uyguladığı sermaye denetimleri ve konvertibilitenin olmamasından ötürü Asya krizlerinde tam anlamıyla bir para krizi yaşamamıştır. Çalışma sonucunda Çin'in Asya krizi sonrasına ilişkin gelecek politikaları ile ilgili olarak bazı önerilerde bulunmaktadır. Birincisi Çin'in

finansal sistemindeki güçsüz yapısı ve bankalarının kırılgan yapısı sürmektedir. Bu nedenle bankacılık sisteminin yeniden düzenlenmesine gereksinim bulunmaktadır. İkinci olarak devlet girişimlerinin hantallaşmış yapısı eleştirilmekte ve buna yönelik politika üretilmesi gerekliliği vurgulanmaktadır. Son olarak Çin'in döviz kuru rejiminin Asya krizinde Çin'i öteki ülkelerden ayıran özelliği olduğu savunulmaktadır. Bu nedenle eğer Çin'in döviz kuru politikalarından vazgeçmesi halinde krizlere karşı daha kırılgan bir yapıya sahip olacağına dikkat çekilmektedir.

Shi ve Gao (2010) çalışmalarında 2008 krizinde on üç ülkeye (Şili, Avro Bölgesi, Hindistan, İzlanda, Japonya, Kore, Malezya, Meksika, Pakistan, Rusya, Vietnam, İngiltere ve Amerika) ilişkin verileri kullanarak KLR Modelini sınamışlardır. İhracat, kredi faiz oranı/mevduat faiz oranı, M2/rezervler, üretim endeksi, tahvil fiyatları endeksi krizleri öngörmeye başarısı en yüksek göstergeler olarak bulunmuştur. KLR Modeli'ni kullanan birçok araştırmacının para birimi olarak Dolar'ı kullanmasının arkasında Dolar'ın değerinin nispeten daha durağan olması yatmaktadır. Ancak bazı çalışmalarda Dolar yerine SDR kullanıldığı ve nispeten başarılı sonuçların da elde edildiği görülmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM: DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE FİNANSAL KRİZ TECRÜBELERİ

Dünya ekonomisinde krizlerin 1970'lerden bu yana giderek sıklaşma eğilimine girdiği gözlenmektedir. Bu da beraberinde ekonomi-politik ile ilgilenenlerin yönünü kriz iktisadına yöneltmiştir. Bu çerçevede krizleri analiz etmeye yönelik birçok yaklaşım ve model geliştirilmiştir. Ekonomik krizler ekonomik faaliyet hacminin ve ekonomik araçların değişimine ve gelişimine bağlı olarak günümüzde farklı tanımlamalara tabi tutulabilmektedir. Şüphesiz krizler daha önceleri de yaşanagelmiş olgulardır ancak daha önceki krizler daha çok iktisat öğretisinin ortaya çıkış noktasını teşkil eder nitelikte yani kötü hasat ve/veya açlık şeklinde kendini gösteren kıtlık krizleri olma özelliği göstermektedir. Bunun yanında ulaştırma güçlüklerinden ya da aşırı devlet müdahalelerinden kaynaklanan krizlere de rastlanmaktadır.

1929 yılına gelinceye kadar dünyada dönemler itibariyle çeşitli krizlere şahit olunmuştur. Bu krizlerin bazıları 1825, 1836, 1847, 1857, 1866, 1873, 1882, 1890, 1900, 1907, 1913, 1920-21, 1929 yılında yaşanan krizlerdir.

1825 Krizi; İngiliz sermayedarların ve bankacıların Latin Amerika ülkelerinde giriştikleri hatalı yatırım politikaları sonucu ortaya çıkmıştır. Kredi hacminin daralması İngiliz sanayisini sarsmıştır. Krizin etkisiyle ödemeler bilançosu alt üst olan İngiltere krizin etkisini ancak 1832'de atlatabilmiştir.

1836 Krizi; İngiliz sermayedar ve bankaların ABD'de ve civar ülkelerde giriştikleri hatalı yatırımlar ile ülkede sürdürülen demiryolu inşaatının doğurduğu mali sorunların neden olduğu bir krizdir. Bu krizin etkileri Fransa, Belçika gibi ülkelere de sıçramıştır.

1847 Krizi; İngiltere'de demiryolu inşaatı ile ilgili spekülasyonların neden olduğu bir krizdir. Bu krizin etkileri de Fransa ve ABD'de hissedilmiştir. Bu arada İngiltere Merkez Bankası, krizin etkisiyle ulusal para biriminin konvertibilitesini geçici olarak askıya almak zorunda kalmıştır.

1857 Krizi; daha çok parasal faktörlerin neden olduğu bir kriz olup Avustralya ve ABD'de bulunan altın madenlerinin geniş ölçekli spekülatif

hareketlere yol açtığı ve etkilerinin daha çok Avrupa ve ABD’de hissedildiği bir kriz olmuştur.

1866 Krizi; ABD ve İngiltere’de demiryolu inşaatına büyük ölçüde finansman sağlamış bir bankanın iflas etmesiyle başlayarak aşama aşama diğer Avrupa ülkelerine yayılmıştır. Bu ülkelerde de zincirleme iflaslar yaşanmıştır.

1900 Krizi; Rusya’nın hızlı sanayileşmesinin bir sonucu olarak yaşanan ekonomik dalgalanmaların yol açtığı bir krizdir. Diğer Avrupa ülkelerine de sirayet eden krizin etkileri, ancak Güney Afrika’dan gelen altınlar sayesinde satın alma gücünün artmasıyla hafifletilebilmiştir.

1929 Krizi; iktisat tarihinin en önemli ve en derin krizi olma özelliğini taşımaktadır. Avrupa ülkelerinde bazı bankaların mali sıkıntıya girmesi New York Borsası’nda hisse senedi fiyatlarında ani düşüşlere neden olmuş ve ardından da tüm ABD ekonomisini etkisi altına almıştır. Bununla da sınırlı kalmayan kriz, dalga dalga diğer ülkelere yayılmıştır. 1929 Büyük Depresyonu ile borsada yaşanan çöküşün yanı sıra bankalarda ciddi anlamda iflaslar yaşanmış, toplam tüketim ve yatırımlarda ani düşüşler ortaya çıkmış ve tüm bu gelişmelerin sonucunda yalnızca ABD’de 1929-33 yılları arasında GSYH yaklaşık 1/3 oranında azalmıştır.

Sistemik değişimler ve değişen dünya şartlarına bağlı olarak 1970’li yıllardan sonra ise krizler daha sık ve farklı kökenlere dayalı olarak ortaya çıkmaktadırlar. 1970’li yıllardan 1990’lı yıllara gelinceye dek tecrübe edilen başlıca finansal krizler Aralık-1973 İngiltere Bankacılık Krizi, Haziran-1974 Herstatt Krizi, Ağustos-1982 Uluslararası Borç Krizi, Aralık-1986 Bono Krizi, Ekim-1987 Borsa Krizi, 1980’lerin başında ABD’de yaşanan tasarruf ve borç krizi olarak belirtmek mümkündür (Davis, 2001: 167).

1990’dan sonra yaşanan ve bir kısmının küresel etkilerinin de olduğu ve kriz literatüründe daha sık işlenen krizlerin belli başlılarını şu şekilde sınıflandırmak mümkündür:

- 1992-1993’te ortaya çıkan Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) krizi
- 1994-1995’te ortaya çıkan Latin Amerika Krizi
- 1997 Güneydoğu Asya Krizi
- 1998 Rusya Krizi
- 1999 Brezilya Krizi

- 2008 ABD Mortgage Krizi (Küresel Finansal Kriz)

Bu krizler içinde ABD'deki mortgage sisteminin bir açmazı olarak ortaya çıkan ve kısa sürede etkileri tüm dünyaya yayılan küresel finansal kriz büyük önem taşımaktadır. Bu çalışmada özellikle küresel kriz olarak da adlandırılan 2008 krizinin ardından Türkiye'de yaşanan değişimler ön plana çıkarılmaya çalışılmıştır.

2.1. Dünyadaki Finansal Kriz Tecrübeleri

Bu bölümde özellikle finansal krizleri açıklamaya yönelik geliştirilen modellerin ortaya çıkmasına zemin hazırlayan 1990 sonrası dönemde yaşanan kriz tecrübelerinden örnekler sunulmaktadır.

2.1.1. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması Krizi

Avrupa Birliği'nin parasal birlik konusunu kararlaştırdığı Maastricht Anlaşması'na 1992 Haziran ayında Danimarka'nın ret seçeneğini tercih etmesi Avrupa döviz kuru mekanizması içinde kurlar üzerindeki baskıların artmasına neden olmuştur. Bu gelişme sonrasında ilk olarak İtalya'nın bütçe açıklarından dolayı Liret'in destekleneceği düşüncesi Liret üzerinde spekülasyon işlemleri gerçekleştirilmesine neden olmuştur. Finlandiya ve İsveç ekonomilerinde de gerçekleştirilen spekülasyon atakları sonuç vermesi ve İtalyan Lireti'nin baskılara dayanamayarak % 7 oranında devalüe edilmesi spekülasyoncuların dikkatini bu kez İngiliz Sterlini'ne yöneltmiştir. Spekülasyon George Soros'un krizin tetiğini çekmede Sterlin'deki devalüasyon ihtimalini fark ederek kısa dönemli krediler şeklinde yaklaşık 15 milyar dolarlık kısa pozisyon alması İngiliz Sterlini'ne yönelik atakların sonucunda 16 Eylül 1992'de Bank of England'ın yoğun müdahalelerine rağmen İngiltere'de faiz oranlarının bir günde % 5 oranında yükselmesine neden olmuştur (Pilbeam, 1998: 301).

Avrupa döviz kuru mekanizması (Exchange Rate Mechanism-ERM), 1979 yılından itibaren Avrupa'daki para politikası stratejilerinin belirlenmesinde köşe taşı olmuştur. ERM, sabit ayarlanabilir döviz kuru sisteminden sermaye hareketleri ve üzerindeki kontrollerin kaldırıldığı dar ve istikrarlı hedef bölgelerle karakterize edilen bir sisteme dönüştürülmüştür. 1988'de 7 üye ülke (Almanya, Fransa, Hollanda, Belçika, Danimarka, Lüksemburg ve İtalya) paralarını ayarlanabilir sabit

kur sistemiyle Alman Mark'ına bağlamışlardır. Her üye ülkenin dalgalanma marjı +/- % 2,5 olarak belirlenmiştir. Sisteme 1989'da İspanya, 1990'da İngiltere ve 1992'de Portekiz +/- % 6 marjıyla dahil olmuşlardır. 1987'nin başından itibaren üye ülkeler arasında döviz kurları, faiz oranları ve enflasyon oranları farklılıklarının hızla azalmış olması ve özellikle döviz kuru istikrarının süreceğine dair inancın artması bu ülkelere yönelik yabancı sermaye akımlarını hızlandırmıştır. Sisteme sonradan dahil olan 1987'den beri sürekli yüksek oranlarda büyüyen ve nispeten yüksek enflasyonun yaşandığı İngiltere, İspanya, İtalya gibi ülkelerde sıkı para politikaları faiz oranlarını diğer ERM ülkelerinden farklı kılmıştır. Bu yüksek faiz oranları da yabancı sermaye akımlarını teşvik etmiş ve borçlanma faizi düşük ülkelere özellikle Almanya'dan borçlanıp bu ülkelerde yatırım yapmaya yönlendirmiştir. Yaklaşık 300 milyar Dolar akışın söz konusu olduğu bu ortamda ilgili ülkelerin paralarındaki aşırı değerlenme cari dengelerin bozulmasına neden olmuştur (Cobham, 1996: 586).

ERM krizini meydana getiren etkenlerden ilki özellikle ABD faiz oranlarına göre yüksek olan Avrupa ülkeleri faiz oranlarının yabancı sermayeyi bu istikrarlı bölgeye çekmesi, ülke paralarının aşırı değerlenmesi ve cari açıkların artmasıdır. İkincisi, Avrupa ülkelerinde krizden önce uygulanan nispeten gevşek maliye politikasıyla sıkı para politikasının sonuçlarının verimli olmamasıdır. Cari açıkları finanse etmede gerekli olan yabancı sermayeyi çekmek için yüksek tutulan faiz oranları yatırım hacmini daraltmış ve resesyona yol açmıştır. Bu durum ayrıca paralarını Mark'a bağlayan diğer Avrupa ülkelerinin de, Almanya'nın bu sıkı para politikalarına uymaları yönündeki dayatmalarıyla resesyona sürüklenmesine neden olmuştur. Bütün bu etkenler çerçevesinde ERM Krizi, sabit döviz kurunun, aşırı değerli paraların, finansal liberalizasyonun, çelişkili politikaların ve uluslararası sermaye piyasalarındaki spekülatif davranışların bir sonucu olarak ortaya çıkmış bir para krizidir (Cobham, 1996: 588).

Batı ve Doğu Almanya'nın birleşmesinin ardından Almanya'da hem büyüme oranları artmış, hem enflasyon oranları yükselmiş hem de faiz oranları artmıştır. Mark'ın özellikle Dolara karşı değer kazandığı bu dönemde cari açıklar önemli derecede artmıştır. Her ne kadar Mark diğer ERM paralarına göre nominal olarak değer kazanmasa da Almanya'daki enflasyonun sistemin içindeki diğer ülkelere göre

daha yüksek olması Markın reel olarak değer kazanmasını sağlamıştır. Bu durumda diğer ERM ülkelerinin devalüasyon yaparak veya daha deflasyonist politikalara yönelerek tepki göstermeleri gerekirken, enflasyon ve işsizliğin artması korkusuyla bu politikalara yönelmeyip kuru sabit tutmaya yönelmeleri bu ülkelerin birbirleri arasında para politikalarının hedefleri açısından çelişkiler olduğunu ortaya çıkarmıştır. Ayrıca Maastricht Anlaşması gereği ülkelerin iki yıl devalüasyon yapamayacakları şartı sermaye hareketlerinin de sınırlandırılmaması anlamında sıkıntılara yol açmıştır. ERM'nin güvenilirliğinin sorgulandığı bu dönemde özellikle İtalya ve İngiltere'de döviz rezervleri önemli ölçüde erimiştir. İngiltere “Kara Çarşamba” olarak adlandırılan günde tüm döviz rezervlerini kaybetmiştir. Finlandiya, parasını dalgalanmaya bırakmak zorunda kalmıştır. 16 Eylül'de İngiltere ERM'den çekilmiştir. Almanya her ne kadar faiz oranlarını düşürdüğünü ilan etse de dalgalanmalar ve devalüasyonlar sürmeye devam etmiştir. Bunun sonucunda Ağustos 1993'de ERM'deki para bandı % 5'ten (+/-% 2,5) % 30'a (+/-% 15) genişletilmiştir (Krugman, 1997: 353).

Krugman'a göre ERM krizinin önem arz eden dört temel yönü vardır. Bunlardan ilki, krizin başlamasında uluslararası spekülâtör George Soros'un rolüdür. Soros, sabit döviz kurunun işlemez hale gelmesinde en fazla yarar sağlayacak kişilerin başında gelmekteydi. Kriz öncesinde yaklaşık 15 milyar dolar değerindeki bir kredide kısa pozisyon almış durumdaydı. İkincisi, ERM krizinin, sermaye hareketliliğinin yüksek olduğu bir dünyada, döviz rezervlerinin krizleri önlemede pek etkili olmadığını göstermesidir. Çünkü kriz öncesinde hem İngiltere hem de İtalya merkez bankaları, yeterli döviz rezervlerinin krizleri önlemede pek etkili olmadığını en önemli örnekleri olmuştur. Üçüncüsü, krizin finansal piyasalar tarafından beklenmedik bir kriz olarak görülmesidir. Çünkü hedef paralar arasındaki faiz farklılıkları, krizden bir ay öncesine kadar, yani 1992 Ağustos'una kadar, pek fazla açılmamıştır. Dördüncüsü ise ERM'den çıkan tüm ülke ekonomilerinin, hemen hemen her açıdan, sistemden çıktıktan sonra daha iyi duruma gelmesidir. Özellikle İngiltere'de enflasyon oranında bir artış olmaksızın, işsizlik oranı önemli ölçüde azalmıştır (Krugman, 1997: 357).

2.1.2. Meksika (Tekila) Krizi

Latin Amerika ülkelerinden Meksika, 20 Aralık 1994 tarihinde ulusal para birimi Peso'yu devalüe etmek zorunda kalarak finansal bir krizle karşılaşmış ve bu kriz büyük bir ekonomik çöküşe neden olmuştur. 1970'li yıllara kadar istikrarlı bir ekonomik yapıya sahip Meksika ekonomisinde 1970'li yıllardan itibaren mali disiplinde ciddi bozulmalar yaşanmaya başlamıştır. Bütçede oluşan ek kaynak ihtiyacı genişletici politikaları beraberinde getirerek kamu borçlarını artırmış ve bu yüzden ülke para birimi aşırı değerli hale gelmiş ve yurtdışına sermaye kaçışları başlamıştır. Hızla artan kamu borçları Meksika'da önce finansal sistemin ardından da döviz kuru rejiminin çöküşüne neden olmuştur (Dornbusch vd., 1994: 261-262).

Tablo-4'te 1955-1993 dönemi Meksika ekonomik performansı gösterilmiştir.

Tablo- 4: 1955-1993 Dönemi Meksika Ekonomik Performansı

Dönem	Kişi Başına GSYH (%)	TÜFE (%)
1955-1972	3,1	3,9
1972-1981	3,6	20,6
1981-1988	-2	86,2
1988-1992	1,5	21,1
1993	-1,2	9,7

Kaynak: Dornbusch vd., 1994: 256.

Tablo-4'te görüldüğü üzere Tekila krizinin yaşandığı 1994 yılından önce büyüme oranı % -1,2 düzeyinde gerçekleşmiştir. Diğer taraftan 1981-1988 döneminden itibaren TÜFE'de önemli bir düşüş sağlandığı ve muhtemelen Peso'nun önemli bir şekilde değer artışı yaşadığı görülmektedir.

1994 yılının sonunda yaşanan bu kriz sadece Meksika ekonomisini vurmakla kalmamış ve kısa sürede başta Arjantin olmak üzere diğer Latin Amerika ülkelerine de yayılmıştır (Tekila Etkisi). Meksika krizi, yurtiçi ekonomik büyümenin yaşandığı süreçten ve Meksika finansal sektörünün özelleştirme sürecinden yani Temmuz 1992'den yaklaşık iki yıl sonra patlak vermiştir (Wilson vd., 2000: 292). 1994 yılında Meksika'da yaşanan krizin temel nedeni 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında olumlu konjonktürün etkisiyle ülkeye gelen çok kısa dönemli sıcak paranın

değerlenmiş kur, yüksek cari açık, özel tasarruflardaki düşme ve politik istikrarsızlıklar yönündeki beklentiler çerçevesinde ülkeden çıkmaya başlamasıdır. 1990-1993 arası dönemde ülkeye özel yabancı sermaye girişi 72,5 milyar Dolar düzeyine çıkmıştır. 1994 yılına girildiğinde kimse bir kriz öngörmemiştir. Aksine 1993 sonunda NAFTA'ya girişin Amerikan Kongresi'nde onaylanması ile birlikte yabancı sermaye ile ilgili beklentiler daha fazla artmıştır. Ancak 1994'ün sonuna doğru oluşan panik havası ile ülke döviz rezervleri 26 milyar Dolar'dan 6 milyar Dolar'a gerilemiştir. Bu olayı büyük bir devalüasyonun takip etmesi ise finansal krizin oluşmasına neden olmuştur (Dorukkaya ve Yılmaz, 1999: 1127).

Tarihsel olarak Meksika ekonomisine bakıldığında 1982 yılında yaşanan bir borç krizinin üç yıl süren bir ekonomik durgunluğa neden olduğu gözlenmektedir. 1985 yılında ikinci bir kriz yaşayan Meksika ekonomisinde ise hükümet uygulanmakta olan müdahaleci politikaların sonuç vermediğine ve ekonominin temel dinamiklerine yönelik reformların gerekli olduğuna karar vermiştir. Bu çerçevede bundan önce yaşanan krizlerde yapıldığı gibi ithalat kısıtlamalarını artırmak yerine para birimi devalüe edilmiş, gümrük tarifeleri bir miktar azaltılarak büyük ölçüde korumacı bir yapıda olan imalat sanayi rekabete daha açık hale getirilmiş ve özelleştirmelere başlanmıştır. Ancak bu reformlar sürerken enflasyonda da ciddi artışlar yaşanmış ve 1987 yılında enflasyon üç haneli rakamlara ulaşmıştır (Krueger ve Tornell, 1999: 1-5).

Meksika, 1986 yılında bozulan ekonomik durumu iyileştirmek için IMF ile yapılan stand-by anlaşması çerçevesinde yeni bir ekonomik program uygulamaya başlamıştır. Bu program çerçevesinde dış borçlar yeniden yapılandırılmış, sıkı para ve maliye politikaları uygulamasına gidilmiş, döviz kuru reel olarak devalüe edilmiş, ticareti serbestleştirme ve kamu kuruluşlarını özelleştirme konusunda ciddi adımlar atılmıştır. Bu çabalar petrol fiyatlarındaki yükselişin de etkisiyle sonuçsuz kalmamış ve bu sayede Meksika ılımlı bir büyüme trendi yakalamıştır. Cari ödemeler dengesinin verdiği fazla Meksika'nın dış pozisyonunu güçlendirmiş ancak enflasyondaki artış bu olumlu tabloya gölge düşürmüştür. 1985 yılının Aralık ayında yüzde 65 civarında olan enflasyon Aralık 1987'de yüzde 159'a ulaşmıştır. Yüksek seyreden nominal faiz oranları kamunun borç yükünü ağırlaştırmış, sıkışan ücret ve resmi fiyat ayarlamaları enflasyon sarmalını büyümüştür. Bu olumsuz faktörler

borsada yaşanan düşüşün de etkisiyle sermaye çıkışlarına sebep olmuştur. Bu aşamada, Bank of Mexico'nun Peso'ya destek vermemesi para biriminin ciddi biçimde değer kaybetmesiyle sonuçlanmıştır (Loser ve Kalter, 1992: 47).

Meksika krizini konu edinen çalışmalardan birisi olan Agenor ve Masson (1999) çalışmasında Meksika devlet borçlanma piyasasındaki fiyat hareketlenmelerinin devalüasyonu belirleyip belirlemediği analiz edilmiştir. Bu çalışma daha çok devalüasyon riski ölçümü olarak Peso/Dolar eksenli kısa dönem faiz oranlarının yayılma aralıklarına odaklanmaktadır. Çalışmanın bulguları Meksika borç piyasalarının 20 Aralık 1994 öncesinde kısmen de olsa devalüasyonun beklendiğine işaret etmektedir. Agenor ve Masson (1999), devalüasyonun dış borçlanma maliyetini artırmasından ötürü Meksika finansal sektörünün önemli ölçüde zayıflamasına neden olduğunu vurgulamışlardır. Benzer şekilde Gruben ve Welch (2001) çalışması da Dolar'a ve Peso'ya bağlı banka mevduatları açısından bankaların sıkıntı yaşadığını ve bu durumun kriz sonrası dönemde önemli bir likidite sorununa yol açtığını vurgulamışlardır.

2.1.3. Rusya Krizi

Rusya ekonomisi 1994 ve 1998 yıllarında olmak üzere iki önemli döviz krizi tecrübe etmiştir. 1993-1994 yıllarında yaşanan krizde IMF tarafından sağlanan destek kısmi istikrar çabaları ile karşılanmış, bütçe açıklarının para basma yöntemi ile finansmanı her ne kadar başlarda azalma eğilimine girmiş olsa da kısa sürede eski çizgisine dönmüştür. Rusya Merkez Bankası'nın bu dönemde hem kendi hükümetinin finansmanının hem de SSCB dönemi hükümetlerinin finansman ihtiyaçlarını gidermeye çalışıyor olması bankanın yükünü oldukça ağırlaştırmıştı. GSMH'nin % 20'lerine kadar ulaşmış bulunan kamu açıklarına, aylık % 20'ye ulaşan enflasyon da eklenince 11 Kasım 1994 tarihinde Rus Rublesi'nin % 20 oranında devalüe edilmesi kaçınılmaz bir olgu olarak ortaya çıkmıştır (Szcurek, 2003: 124).

Rusya'da 1997 başlarında yaşanan ekonomik sıkıntılar Temmuz 1998'de ağırlaşmaya başlamıştır. 17 Ağustos 1998'de Ruble-Dolar koridorunun 1 Ruble 6 Dolar'dan 1 Ruble 9,5 Dolar'a devalüe edilmesi, döviz üzerinden sermaye hareketlerinin sınırlandırılması ve 90 günlük moratoryum ilan edilmesi ile

sonuçlanan bir ekonomik krize neden olmuştur. Bu krizin kökleri her ne kadar eskilere dayansa da kısa vadeli spekülatif sermaye hareketlerinin de krizin oluşumunda etkisinin bulunduğu söylenebilmektedir. 1994 yılındaki krize göre 1998 krizinin oluşumu daha farklı koşullara dayanmaktadır. Öncelikle bant içinde dalgalanmaya bırakılan döviz kuru birinci krize nazaran daha istikrarlı bir yapı sergilerken kriz öncesi dönemde nominal Ruble kuru 1995 yılının son ayları ile 1997 Haziran arasında kalan dönemde % 65 değer kazanmıştır. Bu durumun petrol fiyatları, sermaye akımları ve istikrar programının bir sonucu olarak ortaya çıktığı söylenebilir. Bu üç faktör arasında en az etkiye sahip olan petrol fiyatlarıdır. Her ne kadar petrol fiyatları anılan dönemde % 25 oranında artmış olsa da, Rusya'da ticaret haddi petrol fiyatlarına bağlı olarak sadece % 8 oranında gelişme göstermiştir. 1996 yılında 26,7 milyar Dolar gibi rekor bir seviyede gerçekleşen sermaye çıkışlarının ise döviz kuru üzerinde değerlenme değil değer kaybı etkisine sahip olduğu gözlenmiştir. Rusya örneğinde ise cari hesap fazlası ve kamu borçlanmaları gibi faktörler ile finanse edilen sermaye çıkışlarının, uluslararası rezervler üzerindeki etkisi sınırlı olmuştur. 2006 yılında uluslararası rezervler sadece 1,9 milyar Dolar azalmış ve bunun da reel kur üzerindeki baskısı önemsenecek kadar düşük olmuştur. Bundan dolayı reel kurdaki değerlenmenin asıl sebebinin istikrar programı olduğu görülmüştür. Kur politikasına dayalı istikrar programlarında, enflasyonu düşürmek amacıyla döviz kurunu dar bir bant içerisinde sabitlemek, enflasyonun kurdan daha yavaş bir süre içerisinde düşmesiyle reel döviz kurunun aşırı değerlenmesine yol açmaktadır. Rusya ekonomisinde de 1994 yılında % 200 olan enflasyon oranı, 1995 yılında % 131 seviyesine düşmüş buna karşılık nominal döviz kuru % 31 oranında değer kaybetmiştir (Pinto vd., 2004: 408).

Kriz öncesi dönemde Rusya'da finans ve kredi faaliyetlerindeki yabancı yatırımların hacminin yaklaşık % 229 oranında arttığı gözlenmektedir. Bu dönemlerde Rusya'da bankalara düşük faizlerle sermaye akışı gerçekleştirilmiş, bankalar da iç piyasada oldukça yüksek faizlerle bu paraları plase etmişlerdir. Ancak gerek dünya petrol fiyatlarındaki düşüşler gerekse Rusya'nın dış gelirlerinin yaklaşık % 40'ını sağlayan enerji hammaddeleri sebebiyle 10 milyar Dolar kayba uğranması, piyasaya verilen kredilerin geri dönüşlerinde problemler meydana getirmiş ve bu da krizin temellerini hazırlamıştır. 1998 yılı başından itibaren finansal piyasalarda

çalkantıların boy göstermeye başladığı, şirket ve banka iflaslarının sayısında bir artış olduğu gözlenmektedir. Rusya hükümetinin gümrük tarifelerini yükseltmesi ile ithalat miktarında büyük düşüşler gerçekleşirken, ünlü spekülâtör Soros'un Rusya'ya verdiği düşük kredi notu (reyting) yaşanan krizi daha da derinleştirmiştir (Pinto vd, 2004: 408).

Rusya'daki kriz, yapısı itibariyle Güneydoğu Asya krizinden farklılıklar arz etmektedir. Rusya, uzun yıllardır IMF desteği ve programı altında bulunmasına rağmen vergi reformundan dolayı kamu harcamalarını disipline etmeyi ve diğer yapısal reformları uygulamayı başaramamıştır. Bundan dolayı hem Rusya'ya yatırım yapanlar ciddi kayıplara uğramışlar hem de IMF'nin Rusya'yı iyi organize edemediği ortaya çıkmıştır. ABD ile dış politikadaki gelişmelerden dolayı IMF Rusya'ya desteğini çekmeye başlayınca Rusya krize girmiştir. Çünkü yatırımcıların büyük çoğunluğunun IMF desteği nedeniyle bu ülkeye yatırım yaptıkları anlaşılmaktadır. IMF değerlendirmelerinin gerçeği yansıtmadığının anlaşılması ve Rusya'da yapısal reformlar konusunda yapılması gerekli çok fazla işin olması paniğin daha da büyümesine neden olmuştur. Arka arkaya yaşanan finansal krizler gerek 1944 yılındaki Bretton Woods Konferansı'nın gerekse 1994 yılında yayınlanan Bretton Woods Komisyonu Raporu'nun amacına ulaşamadığını göstermektedir. Diğer taraftan Rusya, Güneydoğu Asya krizine de hazırlıksız yakalanmıştır. Dış borcu 140 milyar Dolar, iç borcu 70 milyar Dolar olan Rusya borçlanma yoluyla elde ettiği bu kaynakları cari harcamalarda özellikle de maaşların ödenmesinde kullanmıştır. Hükümet, piyasa koşullarına uyum sağlayamadığından iç borçlanmaya ağırlık vermiş bu da faizlerin yükselmesine yol açmıştır. Ruble'nin devalüe edilmesi Haziran 1997 ile Ağustos 1998 tarihleri arasında petrol fiyatlarındaki % 30'luk düşme ile birlikte Rusya ödemeler dengesinde bozulmalara neden olmuştur (Pinto vd., 2004: 409-410).

Finansal piyasalardaki çalkantının devam etmesi sonucu 23 Mart 1998 tarihinde devlet başkanı Boris Yeltsin mevcut hükümeti reformları geciktirmekle suçlayarak görevden almış ve yerine Sergei Kiriyenko'yu atamıştır. Ancak yeni hükümet de Rusya'daki çalkantıları dindirememiştir. Dış konjonktürdeki olumsuzluklar Rusya'da durumun daha da ağırlaşmasına yol açmıştır. Finansman krizini aşabilmek için Rus hükümeti 1998 yılı Temmuz ayında IMF ile bir destek

anlaşması imzalamış ve bu kapsamda 1998 yılında 12,5 milyar Dolar olmak üzere 1999 yılı sonuna kadar 15,1 milyar Dolar finansman imkanı sağlamıştır. Ayrıca Dünya Bankası da 1999 yılı sonuna kadar Rusya'ya 6 milyar Dolar yardım yapacağını açıklamıştır. Japon hükümetinin taahhüt ettiği 1,5 milyar Dolar yardım paketi ile birlikte Rus Hükümeti 1999 yılı sonuna kadar 22,6 milyar Dolar finansman sağlamıştır. Bu kararları izleyen dönemde Rublenin hızlı değer kaybı sürmüştür. İç borçların konsolide edileceği açıklandığında ekonomik kriz daha da derinleşerek siyasi krize dönüşmüştür. 14 Eylül 1998'de Londra'da yapılan Rusya katılımlı G7'lerin toplantısında söz konusu mali yardımın yeni hükümetin ekonomik reformların uygulanması şartına bağlı olduğu belirtilmiştir. Rusya'nın başbakanı Yevgeni Finkelstein'in eski bir KGB'ci olması ve ekonomik reformları yürürlüğe koyması konusundaki şüpheler Rusya'ya temkinli yaklaşılmaya yol açmıştır (Szczyrek, 2003: 126).

Yaşanan gelişmeler Rusya'nın ekonomik krizi dış yardım almadan atlatamayacağını ortaya koymuştur. Rusya Merkez Bankası'nın Dolar karşısında Ruble'nin değerini belli bir aralıkta tutmaktan vazgeçmesi krizin derinleştiğinin bir göstergesidir. 1998 yılı sonuna kadar % 34'lük devalüasyon hedefi tutturulmadığı için Ruble'nin değeri serbest bırakılmıştır. 17 Ağustos 1998'de Rusya'yı hem devalüasyona hem de bankaların borçlarını tek taraflı olarak ödeyemeyeceklerini ilan etmeye iten nedenler içsel ve dışsal etkilere kaynaklanmaktadır. İçsel etkenlerin başında makroekonomik temellerdeki kusurlar özellikle de mali açıklar yatmaktadır. Rusya 1992'den itibaren piyasa ekonomisine geçiş ve özelleştirme çabalarını yavaş da olsa hayata geçirmeye başlamıştır. 1995'te IMF ile görüşmelere başlayarak Mart 1996'da bir stand-by anlaşması imzalamıştır. 1995'te % 130 olan enflasyon oranını düşürmeyi, bütçe açıklarını azaltmayı ve bazı yapısal reformları yapmayı taahhüt eden yeni hükümet sıkı bir para politikası ile döviz kuru bandına müdahale ederek enflasyonu düşürmeyi başarsa da gevşek bütçe uygulamasını değiştirememiştir. Yeni hükümet ayrıca sübvansiyonları azaltmak, vergi gelirlerini artırmak hedeflerinde de parlamentonun tutucu kararlarına takılarak başarılı olamamıştır. Bu da vergi gelirlerini artıramayan hükümeti iç borçlanmaya yönlendirmiştir. Devlet iç borçlanma senetlerinin yıllık gelirleri diğer ülkelere göre yüksek olduğundan sermaye akımları özellikle Meksika krizi sonrasında Rusya'ya yönelmiştir.

Rusya'nın finans kurumları da portföylerinde devlet tahvillerini artırarak, dışarıdan döviz cinsinden borçlanmaya başlamıştır. Mayıs 1998 itibarıyla yabancı yatırımcıların sahip oldukları hazine bonolarının değeri 20 milyar Dolar olup bu miktar mevcut hazine bonolarının üçte birini oluşturmaktadır. Güçlü petrol ve metal üreticilerinin ihracatlarını arttırmak için Ruble'nin değer kaybetmesini beklemeleri, spekülasyon beklenti ve davranışların krizin oluşmasında rol oynayan bir diğer unsur olduğunu ortaya koymaktadır (IMF, 1998: 18).

2.1.4. Güneydoğu Asya Krizi

Güney Doğu Asya krizi üzerine yapılan pek çok çalışma Rusya, Brezilya ve Arjantin krizlerini takip eden süreçte yapılmıştır. Bu çalışmaların pek çoğu krizlerin arkasında yatan nedenler üzerine odaklanmaktadır (Moussalli, 2008: 1-2).

1996'da belli bir dereceye kadar sinyal verici gelişmelere rağmen daha sonradan krizin etkilerine maruz kalan ülkeler tarafından 1997-1999 Doğu Asya finansal krizleri öngörülemeyen krizler olarak adlandırılmıştır. Para krizleri konusunda akademik uzmanlar, analistler, borç derecelendirme kuruluşları ve hatta IMF ve Asya Kalkınma Bankası (ADB) sadece krizleri tahmin edememekle kalmamış aynı zamanda herhangi bir temel ekonomik veya finansal bozulmaya ilişkin de öngöründe bulunamamıştır. Bu krizin tahmin edilemeyeşinin arkasında yatan neden 1990-1996 döneminde Asya-5 ekonomilerinin (Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Tayland) geleneksel makroekonomik temeller bakımından içinde bulunduğu tablodur. Bu dönemde Asya-5 ekonomilerinin genel ekonomik görünümü:

- yüksek tasarruf ve yatırım oranları,
- güçlü büyüme,
- orta seviyede enflasyon,
- bütçe fazlası ya da düşük bütçe açıkları,
- sınırlı kamu borçları,
- önemli derecede döviz rezervleri,
- sürdürülebilir yüksek net sermaye girişleri şeklindedir.

Böyle bir gidişat krizin öngörülmesini zorlaştıran en önemli nedenlerden birisi olmuştur. Asya krizinin cereyan ettiği dönemde uluslararası ekonomik ve

finansal yapının da normal seyrinde olduğu gözlenmektedir. 1997 döneminde Japonya hariç diğer gelişmiş ülkelerin makul seviyelerde büyüdüğü, düşük faiz oranlarının olduğu, uluslararası ticarete yüksek artışların yaşandığı ve dünya mal piyasalarında istikrarın sağlandığı bir ortam gözlenmektedir (Kaufman vd., 1999: 35).

1996-1998 dönemi geçiş sürecine ilişkin Asya-5 ekonomilerinin özellikle büyüme performansının gösterdiği değişim krizin anlaşılması bakımından son derece önemlidir. Tablo-5 bu durumu özetlemektedir.

Tablo- 5: ASYA-5 Ekonomik Büyüme Performansı, 1996-1998

	1996	1997	1998
Endonezya	8,0	5,0	-13,7
Malezya	8,6	7,8	-6,8
Filipinler	5,7	5,1	-0,5
Güney Kore	7,1	5,5	-5,8
Tayland	6,7	-0,3	-8,0

Kaynak: IMF, 1999.

Tablo-5'te kriz öncesi dönemdeki büyüme performanslarından hareketle krizi öngörmenin son derece zor olduğu görülmektedir. 1997 Şubat ayında başlayan ve Tayland'ın 2 Temmuz'da para birimi Baht'ı % 40 oranında devalüe etmesi ile önce bölge ekonomilerine daha sonra da dünyaya yayılan finansal kriz dünya kriz literatüründe önemli bir yere sahiptir. Vadeli döviz satışı yapan Tayland Merkez Bankası'nın 30 milyar dolar olarak açıkladığı döviz rezervlerinin aslında 1 milyar dolar civarında olduğunun ortaya çıkması, devalüasyonun sebeplerinden biridir. Bir diğer sebep ise merkez bankasının devlete ait Mali Kuruluşları Geliştirme Fonu'nun zor durumdaki aracı kurum ve bankalara aktardığı yaklaşık 8 milyar doları finanse etmek için durmaksızın para basmasıdır. Bu kriz, uluslararası mali sistemin yönetimi ve denetimi sorununu ve spekülasyon sermaye hareketlerinin krizlere yol açma boyutunu yeniden gündeme getirmiştir. Böyle bir krizin önceden tahmin edilememiş olmasında krize uğrayan ülkelerin kriz öncesinde reel ekonomilerinde herhangi bir problem bulunmamasının rolü büyüktür. Bölge ülkelerinde kriz öncesinde yabancı sermaye girişinin özendirildiği ve bu ülkelere yönelen yabancı sermayenin kısa

vadeli borçlar içinde önemli bir yer tuttuğu gözlenmektedir. Asya krizinin reel sektör üzerinde özellikle firmaların borsalarda işlem gören hisseleri üzerindeki etkisi çok derin olmuştur. Asya krizinden sonra bölgede faaliyet gösteren şirketlerin hisselerinde olağanüstü düşüşler oluşmuştur. 1997'de Endonezya sigara şirketi Sampoerna'nın bir hissesi 6,75 Dolar civarında iken, kriz sonrasında 20 cente düşmüştür. Aynı şirketin sermayesi 6 milyar Dolar iken krizden 18 ay sonra 200 milyon Dolara gerilemiştir. Diğer taraftan ülkede 1 dolar 2300 Rupî iken kriz sonrasında 1 dolar 14.000 Rupî olmuştur. Genel olarak kriz sonucunda Hong Kong, Endonezya, Güney Kore ve Tayland borsalarında 1997 yılında ortaya çıkan sermaye kaybı 200 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır (Faber, 1998: 73).

Asya krizini önemli kılan etkenlerin başında krizin kısa sürede küresel ölçekte olumsuz etkilerinin hissedilmiş olması gelmektedir. Asya Krizi'nin en ayırt edici özelliklerinden birisi krizin yeni bir tip finansal kriz olması ve daha önceki finansal krizlerden farklılıklar taşımasıdır. Asya Krizi, ne basitçe mali dengesizliklerden ortaya çıkan ekonominin temel göstergelerindeki kötüleşmelerden ne de artan işsizlikle birlikte yavaşlayan ekonomiye karşı kendini besleyen bir yabancı finansal saldırıdan ötürü ortaya çıkmıştır. Bu yönüyle Asya krizi ortaya çıkana dek daha önceki krizleri açıklamaya yönelik modeller Asya krizinin dinamiklerini açıklamada yeterli olmamışlardır. Kriz sonrası dönemde özellikle Güneydoğu Asya'da derin ve uzunca bir süre etkisini gösteren bir durgunluk yaşanmıştır. Rusya kritik bir döneme girerek borçlarını ödeyemez duruma gelmiştir. Türkiye'nin de içinde bulunduğu birçok ülkede, ekonomiler yavaşlama dönemine girmiş ve benzer durgunluk sinyalleri birçok gelişmiş ülkede de görülmeye başlamıştır. Sabit kur rejimlerinin uzun süre devam ettirilmesi, bankaların borç yapısının hızla bozulması, kurumsal denetim mekanizmalarının yetersizliği ve bölgedeki pek çok ülkede görülen büyük dış açıklar krizin oluşumuna yol açan temel bölgesel faktörlerdir. Tüm bu faktörlere Çin'in ekonomik alanlarda gerçekleştirdiği önemli reformlarla ülkeye büyük miktarda yabancı sermaye çekmesi sonucu rekabet gücünün artması ve bu durumun ihracata dayalı büyüme modelini benimseyen Asya ülkelerini zor durumda bırakması da eklendiğinde krizin ortaya çıkması kaçınılmaz hale gelmiştir (Kaufman vd., 1999: 38).

Asya krizinde Asya ülkelerinin bir kısmı ciddi spekülâtif baskılar altında kalmışlardır. Büyük tutarlardaki yabancı sermaye çıkışları ekonomik yönden bu bölgedeki ülkeleri olumsuz etkilemiştir. Bunların dışında politik belirsizlikler para ve menkul kıymet piyasaları üzerindeki baskıları arttırmıştır. Diğer taraftan iflasın eşiğine gelmiş finansal kurumları kapatmada gösterilen başarısızlıklar finans piyasalarındaki karışıklığı daha da arttırmıştır. Asya krizinin başlangıç tarihi her ne kadar 1997 yılının 2 Temmuz’unda Tayland para birimi Baht’ın devalüe edilmesi olarak ifade edilse de bazı Asya ülke paralarına karşı spekülâtif saldırılar bu tarihten çok daha önce başlamıştır. Örneğin Tayland Baht’ı üzerinde ilk önemli baskı, 1996 Temmuz ayında görülmüştür. Bu baskıların ortaya çıkması, Bangkok ticari bankasının iflas etmesi ve Tayland bankası tarafından da finansal sistemi desteklemek amacıyla piyasaya likidite enjekte edilmesi sonunda gerçekleşmiştir. Asya krizi ilk olarak büyük ekonomik başarılarla imza atan ve ASEAN-5 olarak bilinen Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Tayland’da ortaya çıkmıştır. Sermaye çıkışlarının aşırı artışına ve döviz rezervlerindeki eriyişe daha fazla dayanamayan Tayland 2 Temmuz 1997 tarihinde Baht’ı serbest dalgalanmaya bırakmış, bu durum diğer krizlerde olduğu üzere bölgedeki diğer paralara karşı spekülâtif hareketleri arttırmış ve Baht’taki değer kaybını Malezya, Endonezya ve Filipinler’deki devalüasyonlar izlemiştir. Devalüasyon dalgası ve bu dalganın gözler önüne serdiği finans piyasalarının durumu, yatırımcılarda güven kaybına neden olmuş, ülkeler ekonomilerini düzlüğe çıkarabilmek için IMF destekli katı maliye politikaları uygulamaya başlamışlardır. 1997 yılı sonuna kadar uygulanan IMF programları da krizi durdurmada yeterli olamamıştır. IMF programları özellikle acil kapatılması gereken bankaların kapatılması, sermaye yeterlilik oranlarına uyum, düşük yurt içi kredi, merkez bankası iskonto işlemlerinde yüksek faiz, sıkı bütçe, reel sektörde yapısal değişim hususlarına odaklanmıştır. Bankaların kapatılması, sermaye yeterlilik oranlarının sağlanması gibi kriterler bu ülkelerdeki paniği daha fazla arttırmıştır. Pek çok ihracatçı firma, yurt dışından onaylanmış mal siparişleri olmasına rağmen işletme sermaye yetersizliği sebebiyle iş yapamaz duruma gelmiştir (Muchhala, 2007: 15-16).

Güneydoğu Asya’da çıkan kriz bölgenin iki büyük ekonomik gücü Japonya ve Çin’i de sarsmıştır. G. Kore ekonomisinin 7 katı büyüklüğe sahip olan Japonya’da

krizin ilk etkisi geri dönmeyen kredilerin artması şeklinde olmuştur. Japonya, Doğu Asya ülkelerine 1997 yılında toplam 260,6 milyar Dolar kredi açmıştır. Bunun 37,5 milyar Dolar'lık kısmı Tayland'a, 24,3 milyar Dolar'ı G. Kore'ye ve 22 milyar Dolar'ı Endonezya'ya ayrılmıştır. Kriz dolayısıyla dünyaca ünlü Sanyo firması iflas etmiş, Hokkaida Bankası ile Tokyo City Bank batmıştır. Yamachi firması ise faaliyetlerini durdurmuştur. Nikkei endeksi dibe vurmuş, 10 Asya ülkesinden 300 milyar Dolar alacağı olan Japonya'da bankacılık sektörü çökme tehlikesiyle karşı karşıya kalmıştır. İkinci büyük etki ise, 1973 petrol şokundan sonra ilk defa Japon ekonomisinde büyüme yaşanmamış olmasıdır. Japonya, G. Kore bankalarına 25 milyar Dolar kredi vermiştir. Tayland ekonomisinin krize girmesi, Japonya'nın en büyük otomobil ihraç pazarlarından birini kaybetmesine yol açmıştır. Fakat Japon Yeni'nin son bir yıl içerisinde Dolar karşısında % 15 değer kaybetmesi, Japonya'nın ihracatını arttırarak krizi aşma politikası izlediğini göstermektedir. Dünyanın en büyük döviz rezervlerine sahip olan Japonya diğer ülkelere göre Asya krizinden çok fazla etkilenmemiştir. Japonya'nın krizden fazla etkilenmemesinde, cari işlemler hesabının devamlı fazla vermesi, aşırı bir büyümenin gerçekleşmemesi, yüksek tasarruf eğilimi, yüksek verimlilik, düşük işsizlik ve enflasyon ile faiz oranlarının etkisi olmuştur. Çin, dışa kapalı ekonomik yapısından dolayı krizden fazla etkilenmemiştir. Sıkı bir döviz kontrol rejimi uygulayan Çin'de döviz rezervleri 140 milyar Dolar seviyelerindedir. Dış ticaret ve cari işlemler hesabında fazlalıkların olduğu ve kriz içindeki ülkelere ihracatının % 9'u geçmediği gözlenmektedir. 1997 yılında 60 milyar Dolar'lık yabancı sermaye ekonomiye girmiştir. Ülkeye giren yabancı sermaye ile birlikte ucuz işgücünün de bulunması üretimi hızlandırmış ve ülkenin rekabet gücünü artırmıştır (IMF, 1998: 40).

2.1.5. Küresel Finansal Kriz

2007 yılında ABD'deki finansal nitelikli kuruluşlarda subprime kredilerde yaşanan aksaklıktan ötürü öncelikle ABD'de başlayıp daha sonra Avrupa ülkelerine yayılan ve bulaşma etkisiyle tüm dünyaya yayılan bir kriz olmuştur. Her ne kadar ortaya çıkış yılı 2007 olsa da özellikle küresel etkilerin 2008 yılıyla birlikte hız kazanması literatürde bu krizin 2007-2008 küresel finansal krizi olarak adlandırılmasına neden olmuştur. Subprime kredi, kredi geçmişi temiz olmayan,

daha önceki kredilerinde ödeme zorluğu çekmiş ya da ödememe riski olan kişilere normalden daha yüksek faizle verilen krediler olarak tanımlanmaktadır. Krizin ABD’de başlaması eşik altı konut piyasalarındaki bozulmalardan sonra olmuştur. Bu piyasalardaki bozulma 2000’li yıllarda başlayan bir sürecin sonucu olarak görülmektedir. 2000’li yıllarda oldukça yüksek düzeylere ulaşan ve 2001 yılında teknoloji balonunun patlamasıyla çok sayıda teknoloji şirketi iflas etmiş ve önemli kayıplara uğramıştır. Sadece şirketler değil aynı zamanda bu şirketlere yatırım yapanlar da zarara uğramış ve Merrill Lynch gibi şirketler yüksek tazminatlar ödemek zorunda kalmışlardır. Krizin etkilerini gidermek ve düşen talebi tekrar yükseltmek için Amerikan Merkez Bankası (FED) faiz oranlarında indirimle giderek 2001 yılından itibaren faiz oranlarını % 1 düzeylerine kadar indirmiştir. Sadece Amerika’da değil Avrupa’da da teknoloji balonu patladıktan sonra merkez bankaları deflasyon oluşabileceği endişesine kapılarak 2001 yılından 2005 yılına kadar faiz oranlarını düşürmüşlerdir (Goodhart, 2008: 332). Reinhart ve Rogoff (2008) 2008 yılı ortalarında ABD’deki subprime mortgage kredilerinin hacminin yaklaşık 1,5 trilyon Dolar düzeyine ulaştığını ifade etmektedir.

ABD başta olmak üzere pek çok ülkede ulusal hükümetlerin 1970’lerden itibaren finans piyasalarındaki yetersiz kalan denetim ve düzenlemeler ABD’deki konut piyasasında yaşanan krizin temel sebeplerinden biri olarak görülmektedir. Özellikle ABD’de finans sektöründe faaliyet gösteren firmaların yeni finansal araçlar kullanarak aşırı risk üstlenmeyi yaygın biçimde tercih etmeye başlamaları da krizin bir diğer önemli sebebi olarak değerlendirilmektedir. İlgili dönemlerde uygulanan kötü iktisat politikalarının da, küresel krizin oluşumu ve gelişiminde etkili olduğu ileri sürülmektedir (Kibritçioğlu, 2010: 5-6).

2007 küresel finansal krizi, sistemik finansal risk modelleri açısından yeni değişimleri de beraberinde getirmiştir. Sistemik finansal risk, bir ya da yakın ilişkili birden fazla olay tarafından tetiklenen ve piyasalarda güvenin kaybolmasına, ekonomik anlamda değer kaybına neden olan ve reel ekonomi üzerinde ciddi olumsuz etkiler yaratan olaylar bütünüdür ifade eden bir kavram olarak tanımlanmaktadır (Küçüközmen, 2012: 1). Bisias vd. (2012) çalışmasında sistemik finansal risk göstergelerine yönelik geniş bir model incelemesi geliştirmişlerdir. Bu model sadece finansal risk ölçümleri üzerine odaklanan, finansal baskıyı ölçmeye

yönelik daha çok hassaslık analizlerini içeren ve erken uyarı sistemi araçları gibi araçlara başvurmeyen bir modeldir. Mishkin (2009) yaşanan küresel krize ilişkin teorik ve ampirik bulgulardan hareketle hemen hemen tüm merkez bankalarının da hemfikir oldukları temel prensipleri şu şekilde sıralamaktadır (Mishkin, 2009: 68):

- Enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur.
- Fiyat istikrarının önemli faydaları vardır.
- Uzun dönemde işsizlik ve enflasyon arasında bir değiş tokuş (trade-off) yoktur.
- Beklentiler enflasyonun belirlenmesinde ve para politikasının makroekonomik yapıya aktarımında önemli bir role sahiptir.
- Taylor kuralına göre reel faiz oranlarının yüksek enflasyonla birlikte ele alınması gerekir.
- Para politikası zaman tutarsızlığı problemine tabidir.
- Merkez bankasının bağımsızlığı para politikasının etkinliğinin gelişmesine yardım eder.
- İyi para politikası sonuçlarının oluşmasının merkezinde güçlü bir bağlılık taahhüdünün olması vardır.

Bu prensipler Goodfriend ve King (1997) çalışmalarında da “yeni neoklasik sentezin” unsurları olarak ve pek çok akademisyen ve merkez bankası çalışanının kriz öncesinde üzerinde uzlaştığı prensipler olarak ifade edilmektedir.

Küresel ekonomik kriz, dünyadaki pek çok ekonominin derin bir durgunluğa girmesine yol açmıştır. 17’si Euro, 10’u kendi ulusal parasını kullanan 27 üyeli AB’nin küresel krizle birlikte bünyesinde meydana gelen bozulmalar “Tek Avrupa” idealinin yaşatılmasını ciddi şekilde sorgulanır hale getirmiştir. Aktif nüfusun toplam içindeki payının gerilemesi bu ülkelerdeki potansiyel büyümeyi aşağı çekerken sosyal devlet ilkesinin bir gerekliliği olarak kontrolü zor olan emeklilik ve sağlık sistemi harcamalarının da artmasına neden olmuştur. Küresel ekonomik kriz ekonomik büyümenin hızlı bir şekilde gerilemesine neden olurken, krizin etkisiyle işsizlik oranları da hızla artmıştır. Euro bölgesinde ortak para biriminin sürdürülebilirliği için AB’nin daha fazla siyasal bütünleşme, vergi, maliye ve bütçe politikası gibi alanlarda daha fazla uyum sağlaması gerekliliği artmıştır. Kriz karşısında pek çok AB ülkesi, krizin ekonomi üzerindeki etkilerini hafifletmek

amacıyla, parasal genişlemeyle birlikte kapsamlı ekonomik destek paketleri yürürlüğe koymuşlardır. AB hükümetlerinin çoğu dolaysız vergileri, sosyal güvenlik katkılarını ve KDV'yi düşürmek yoluyla hane halkı alım gücünü destekleyen önlemlerin yanı sıra doğrudan gelir desteği gibi uygulamaları da yürürlüğe koymuşlardır. Toplam desteğin yaklaşık yarısını bu tür gelir artırıcı destekler oluşturmuştur. Euro Bölgesi ülkelerinin yarısından çoğu altyapı gibi kamu yatırımları yoluyla da ekonomiyi desteklemişlerdir. AB ülkeleri vergi ve sosyal güvenlik primlerinin azaltılması, KDV iadelerinin erken ödenmesi ve ihracat teşvikleri yoluyla da özel sektörü desteklemişlerdir. Ücret destekleri ve aktif işgücü politikaları ise az sayıda ülke tarafından uygulanmıştır. Ayrıca pek çok ülke iç talebi finans dışı şirketlere sermaye desteği, borç verme ve garanti sağlama, kamu yatırımlarını artırma gibi yollarla da desteklemiştir. Krizin başlangıç aşamasında söz konusu destek paketlerinin geçici olması düşünülmüşse de krizin boyutunun ve etki süresinin beklentileri aşması, destek paketlerinin planlanan takvimde sonlandırılmamasına yol açmıştır. Destek paketlerine rağmen AB ekonomileri 2008 ve 2009 yıllarında belirgin bir biçimde daralmaktan kurtulamamıştır (Mishkin, 2009: 69-70).

2.2. Türkiye'deki Finansal Kriz Tecrübeleri

Türkiye ekonomisi Cumhuriyet'in ilanından bu yana çeşitli dönemlerde çeşitli krizlere maruz kalmıştır. 2. Dünya Savaşı'nı takip eden dönemlerde yaşanan krizlerin şaşırtıcı bir düzen halinde ortaya çıktığı gözlenmektedir. Türkiye her on yılın sonlarına doğru önemli sayılabilecek (1958, 1978 ve 1998) krizler yaşamıştır. Krizlerin bu on yıllık devresel niteliği, “konjonktür dalgalanmaları” literatüründe “juglar dalgaları” diye bilinen ve olgun kapitalist ekonomilerin dalgalı büyümelerini saptayan ekonomi kuramını anımsatmaktadır (Kazgan, 2005: 4).

Türkiye’de özellikle 1990’lı yıllardan sonraki krizler ekonomi üzerinde önemli derecede olumsuzluklar meydana getirmiştir. Bu krizlerin başlıca nedenleri; sürdürülemez bir iç borç dinamiğinin oluşması ve başta kamu bankaları olmak üzere mali sistemdeki sağlıklı yapının ve diğer yapısal sorunların kalıcı bir çözüme kavuşturulamamış olmasıdır. Bunlara ek olarak küresel nitelikli krizler de ekonominin kendi dinamiklerinde belirgin bir kriz olmasa da bulaşıcılığın etkisiyle Türkiye’de istikrarsızlıklar yaratmıştır. Asya, Rusya ve son yaşanan küresel finansal

krizde bu duruma şahit olunmuştur. Bu krizlerin Türkiye'ye yansması ekonominin dayanıklılığını azaltarak durgunluk ve daralmanın ortaya çıkması şeklinde olmuştur. 1990'lı yılların başlarında Türkiye'de uygulanan istikrar programları enflasyonun düşürülmesi, cari işlemler açığının kapatılması, faiz oranı ve döviz kurunun istikrarlı ve gerçekçi olarak belirlenmesi şeklinde sıralanmaktadır. Uygulanan istikrar programlarının önemli bir kısmı sorunların çözümüne yönelik uygulanmış ancak büyük ölçüde başarısızlıkla sonuçlanmışlardır. Bu başarısızlığın en önemli nedeni olarak reformların gerektiği ölçüde hayata geçirilememesi ve bundan daha önemlisi ekonomi-politik eksenli kurumsallaşmanın sağlanamaması görülmektedir (Emsen, 2004: 87). Bu olumsuz koşullar Türkiye'yi 1990-2000 yılları arasında IMF orijinli iki istikrar politikası uygulamak zorunda bırakmıştır. Bu kapsamda ilki 5 Nisan 1994, diğeri 9 Aralık 1999'da olmak üzere IMF ile iki stand-by anlaşması imzalanmıştır.

2.2.1. 1994 Krizi

24 Ocak 1980 istikrar tedbirleriyle yapısal bir değişim sürecine giren Türkiye, 14 yıllık bir aradan sonra 1994 yılında yeniden iktisadi bir krizle karşı karşıya kalmıştır. Ekonominin dış finansman olanaklarının iyice daralmış olması ve dış borç servisinin sürdürülemez hale gelmesi ilk bakışta 1980'deki kriz ile 1994 krizini ortaya çıkış biçimi bakımından benzer krizler gibi göstermektedir. Ancak gerek krize yol açan nedenler ve krizin doruk noktasında ulaşılan koşullar gerekse dünyanın içinde bulunduğu ekonomik ve siyasi konjonktür açısından 1994 krizi 1980 krizinden önemli ölçüde farklılıklar arz etmektedir. 1994 krizi yoğun bir finans kriziyle birlikte ortaya çıkmış olup 1980'lerden farklı olarak bankacılık kesiminin, banka dışı özel kesimin ve hane halklarının borçlu olduğu ve bu borcun kısmen döviz cinsinden olduğu bir süreçte ortaya çıkmıştır. Diğer taraftan 1994 krizi sürecinde 1980'lerde olduğu gibi döviz kuru, faiz ve fiyatlar, dış ticaret rejimi, sermaye hareketleri gibi konularda serbestiler getirerek reform yapma imkanı kalmamıştır (Ekinci, 2001: 67).

1990'dan sonra kamu kesimi borçlanma gereğinin hızla arttığı ve KKBG/GSYH oranının % 10'un üzerinde gerçekleştiği gözlenmektedir. Özellikle kamunun cari harcamaları ve transfer harcamalarından kaynaklanan açıkların sonucu olarak artan borç ihtiyacı iç ve dış borçlanmayla finanse edilmeye çalışılmıştır. Toplam borç stokunun artması borç anapara ve faiz ödemelerinin artmasına, özellikle

iç borçların ve yurtiçi faiz oranlarının yükselmesine yol açmıştır. Vergi gelirleri iç borç servisini bile karşılamaya yetmemeye başlamıştır (Işık vd., 2006: 244-245).

1990 yılında iç borçların GSMH içerisindeki payı % 15,3 iken 1993 yılında % 17,9 seviyesine çıkmıştır. Aynı tarihlerde dış borçların GSMH içerisindeki payı ise sırasıyla % 30,8 ve % 44,1 olarak gerçekleşmiştir. Dış borç ödemelerinin iç borçlanmayla finanse edilmesi krizin yaşandığı 1994 yılında Türkiye'yi büyük bir iç borç baskısı altında bırakmıştır. Nitekim toplam iç borçlar 656 Trilyon TL'ye ulaşmış ve iç borçların GSMH'ye oranı gelişmekte olan ülkeler arasındaki en yüksek seviye olan % 18'lere kadar çıkmıştır. Kamu kesimi borçlarında meydana gelen aşırı artışlar neticesinde borcun sürdürülemez hale gelmesi Nisan 1994'teki krizle kendisini göstermiştir (Karluk, 2005: 411).

1989 yılında TL'nin konvertibl hale gelmesiyle sermaye hareketlerinin önündeki engeller kaldırılmış ve yurtiçi faiz oranlarındaki hızlı yükselişin etkisiyle kısa vadeli sermaye girişlerinde de artışlar yaşandığı gözlenmiştir. Bu durum TL'nin diğer para birimleri karşısında değerlendirilmesine yol açmış ve Dolar kuru 1990 yılındaki 2933 TL seviyesinden 1993 yılında 14.487 TL seviyesine yükselmiştir. Bunun sonucunda ihraç ürünleri fiyatı artarken ve ithalat cazip hale gelmiştir. İhracat artışının yavaşlaması ve ithalat artışının hızlanması sonucunda dış ticaret açığı 1994 yılı başında 15 milyar Dolar'a, cari işlemler açığı da 6 milyar Dolar'a yükselmiştir (Toprak, 1996: 152).

1986 yılından itibaren artmaya başlayan ve 1990'dan sonra da artışını sürdüren kamu açıkları, vergi gelirlerinin iç borç servisini bile karşılayamaz hale gelmesine neden olmuştur. Bu durumda ortaya çıkan nakit açığı iç borçla, iç borç da dış borç ve merkez bankası kaynaklarıyla finanse edilmeye çalışılmış ve böylece döviz rezervleri hızla erimeye başlamıştır. Artan nakit ihtiyacı nedeniyle faiz oranlarının yükselmesi ekonomiye yön verecek yeni bir istikrar programının uygulamaya konulmasını zorunlu hale gelmiştir. 5 Nisan 1994 kararları, serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecinde Türkiye'de para, döviz, sermaye, mal ve emek piyasalarına ortaya çıkan dengesizlikleri gidermek ve fiyat istikrarını sağlamak amacıyla alınmıştır. 5 Nisan 1994 istikrar programı kısa vadede enflasyonu düşürüp, mali piyasalarda ve döviz kurlarında istikrarı sağlamayı amaçlarken, orta vadede ise yüksek kamu açıklarına ve dış açığa kalıcı ve köklü çözümler getirilmesini ve

böylece uzun vadede sürdürülebilir bir büyüme sağlanmasını amaçlamaktadır (TCMB, 1994: 13).

5 Nisan Kararları'nın ilk bölümü; döviz kuru, ücret, fiyat politikaları, merkez bankası ve bankacılık sektörü, sermaye piyasası ile kamu sektörüne yönelik önlemler, tarımsal destekleme politikaları, toplumsal mali dayanışma ve yeni vergilere ilişkin önlemleri kapsamaktadır. Yapısal düzenlemelerin ele alındığı ikinci bölüm ise; özelleştirme, kamu iktisadi teşebbüslerinin iyileştirilmesi, kamu sektöründe istihdamın rasyonalizasyonu, yerel yönetimlere ilişkin idari ve mali düzenlemeler ile sosyal güvenlik reformlarını kapsamaktadır (Karluk, 2005: 414).

2.2.2. 1998-1999 Krizi

Asya krizinin Rusya'ya bulaşması Rusya'nın moratoryum ilanıyla sonuçlanan bir sürece zemin hazırlamıştır. Bölgeden sermaye kaçıışı ve kredi faizlerinin artışı, bununla birlikte Ruble'nin devalüe edilmesiyle Türkiye açısından Rusya pazarı daralmaya başlamıştır. Yaşanan bu gelişmeler ışığında Türkiye de krizden önemli ölçüde etkilenen ülkeler grubuna girmiştir. Bankacılık sistemindeki aksaklıklar ve banka batışlarında yaşanan artışlar kriz sürecinin daha da derinleşmesine neden olmuştur. Krizi esas tetikleyen unsur ise, 6 milyar Dolar'ı aşan sıcak para çıkışı olmuştur. Bu süreçte mali kuruluşlar dışında bütün kesimler % 5-6 daralmıştır. GSYH'de % 6,4 düşüş yaşanmış ve TEFE % 63'e fırlamıştır. Reel faizler yüzde 37'lere yükselmiş, dış borç stoku 103 milyar Dolara, iç borç stokunun GSYH'ye oranı da % 32'ye yükselmiştir. Faizi yüksek, vadesi kısa borç birikimi 1999 sonunda Hazine'yi iç borçları artık döndüremeyeceği bir noktaya sürüklemiştir. Tüm bu yaşananların ardından Aralık 1999'da hükümet IMF ile stand-by anlaşması imzalamıştır (Kazgan, 2005: 6).

2.2.3. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi

Türkiye 22 Kasım 2000 ve 21 Şubat 2001 tarihlerinde finansal krizlerle karşılaşmıştır. Her iki kriz de temelde likidite ve döviz talebi sıkıntılarının bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Bu krizleri daha önceki krizlerden ayıran en önemli husus ilgili krizlerin kapsamlı bir istikrar programının uygulandığı dönemde patlak vermiş

olmasıdır. 1994 krizinden sonraki süreçte TL'nin aşırı değerlenmesi, dış açıkların artması, reel faizlerin yükselmesi Türkiye'deki sıcak para tedirginliğinin daha da artmasına neden olmuştur (Ertuna, 2001: 494).

2000-2002 döneminde kamu kesiminde mali disiplinin sağlanması, önceden belirlenmiş sabit kur uygulamasıyla döviz kurlarının belirlenmesi ve yapısal reformlarla birlikte özelleştirmelerin hızlandırılması gibi amaçları olan 3 yıllık program uygulamaya konulmuştur. Programın nihai hedefi ise % 5-5,5 düzeyinde istikrarlı bir büyüme ile enflasyonu tek haneli seviyelere indirmek, yüksek reel faiz oranlarını makul düzeye düşürmek ve ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamaktır (Yıldırım, 2001: 26).

Bu iki krizin oluşumunda yurtiçi piyasaların tepkilerinin yanı sıra uluslararası sıcak para hareketleri de etkili olmuştur. 22 Kasım 2000 krizinde bankalar arası piyasada 13 Kasım'dan itibaren önceki aylara göre yükseliş gösteren ortalama faiz (gecelik borçlanma faizi) yaklaşık üç kat artarak ortalama % 110,8'e yükselmiştir. Faizlerde volatilitenin yükselmesi ile yaşanan artış finansal piyasalarda bir baskı ve gerginliğin yaşanmasına neden olmuştur. Bu krizde yurtdışına yaklaşık 1,5 milyar Dolar sıcak para çıkışı olmuş ve bu süreç krizi takip eden günlerde de devam etmiştir. 6 Aralık tarihi itibarıyla yurtdışına çıkan yabancı sermaye miktarı 7 milyar Dolar seviyesine ulaşmıştır. Sıcak paranın yurtdışına çıkması hem döviz talebi ve fiyatları üzerinde baskı oluşturmuş hem de likidite talebini üst seviyelere çıkararak faiz oranlarının aşırı yükselmesine sebep olmuştur. 22 Kasım 2000 krizinde TCMB'nin döviz rezervlerinde de önemli bir azalma gözlenmiştir. İki hafta gibi bir sürede TCMB'nin brüt döviz rezervi 24,4 milyar dolardan 18,9 milyar dolara gerilemiştir. Döviz rezervindeki bu hızlı erime finansal piyasalardaki baskının ve gerginliğin önemli bir yansıması olmuştur. 21 Şubat 2001 krizinde ise başlangıçta yurtdışına 4,9 milyar Dolar kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanmıştır. Bu süreçte ülkeden çıkan toplam yabancı sermayenin yaklaşık 7,5 milyar dolarlık bir hacme ulaştığı tahmin edilmektedir. Döviz talebi olan aşırı talep borsayı olumsuz yönde etkilerken gecelik faizlerin de % 7500'ler gibi astronomik seviyelere ulaşmasına neden olmuştur (Akdiş, 2004: 40).

TCMB, 2000 Kasım ayında döviz de hedef alan yoğun spekülasyon saldırısını çok yüksek faiz yükü, önemli döviz rezervi kayıplarıyla ve 7.5 milyar dolar

büyüklüğündeki ek IMF kredisi ile geri püskürtebilmiştir. IMF kredisi, ek rezerv olanağı (SRF; Supplemental Reserve Facility) biçiminde verilmiştir ve vadesi oldukça kısa, maliyeti de yüksektir. TCMB, ilan edilen döviz kuru çizelgesini çok yüksek bir maliyetle savunabilmiştir. Ancak bu hamle daha sonra olabilecek benzer bir saldırıya karşı savunma gücünü büyük ölçüde azaltmıştır (Uygur, 2001: 8).

2001 Şubat krizi ise özellikle bankacılık sektörünün olası faiz ve kur risklerini bertaraf edebilecek yeterli sermaye düzeyine sahip olmadıklarını ortaya koymuştur. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP) çerçevesinde sektöre ilişkin yeni düzenlemeler yapılmış ve sektörün kırılganlık düzeyinin azaltılması planlanmıştır. Daha sonra da belirtileceği üzere özellikle 2008 küresel krizinden Türk bankacılık sektörünün az hasarla çıkmasının arkasında GEGP çerçevesinde uygulanan “Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı” yatmaktadır.

2.2.4. 2008 Küresel Finansal Krizi ve Türkiye’ye Yansımaları

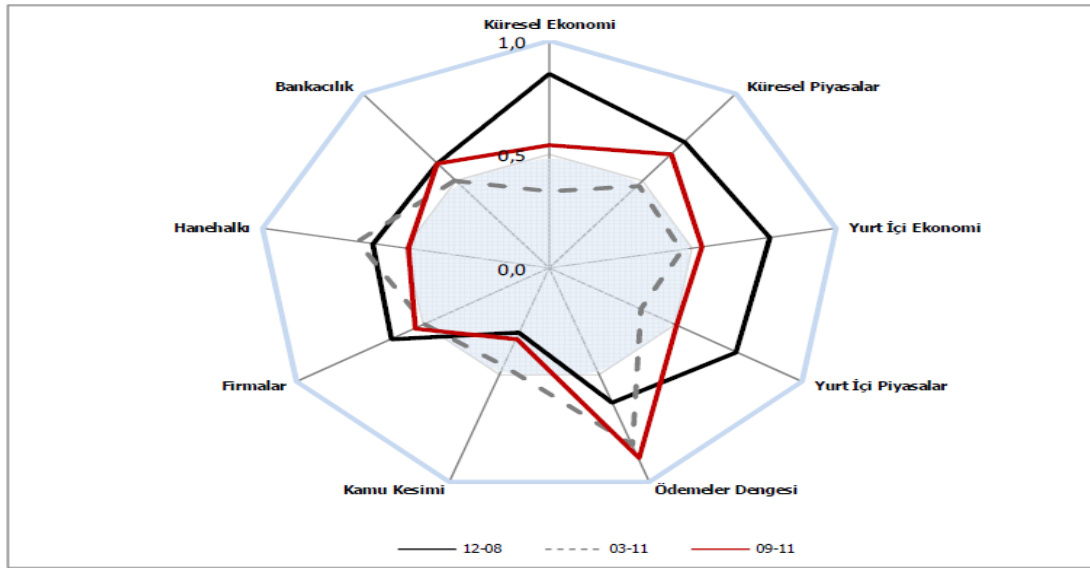
Finansal krizler orijinleri itibariyle ortaya çıktıkları anda küresel kriz olarak adlandırılmazlarken zaman içerisinde krizin başladığı ülkeden yöreye/bölgeye ve daha sonra diğer bölgelere yayılma eğiliminde olduklarında küresel nitelik kazanmaktadırlar. 2008 krizi ise yukarıdaki görüşten farklı olarak neredeyse başlangıcından itibaren –ki bunda yayılma etkisinin ve finansal piyasaların aşırı entegrasyonunun etkisi de büyüktür- küresel bir niteliğe bürünmüştür. Genel itibariyle krizlerin yayılma ve bulaşma eğiliminin daha çok gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru gerçekleştiği görülmektedir.

Küresel krizlerin gelişmekte olan ülkelere yayılmaları genellikle ilgili ülkenin ihracat düzeyinin yoğun olduğu gelişmiş bir ülkede ithalatın daralması sonucu ihracat gelirlerinin azalması şeklinde oluşmaktadır. Eichengreen ve Rose (1999) finansal krize maruz kalmış bir ülkenin güçlü ticari bağlantıları olmasının iki taraflı olarak krizden olumsuz etkilenmesine yol açılacağını birbiriyle güçlü ilişki içinde olan endüstrilere sahip ülkelerin 1959-1993 verilerini kullandıkları çalışmalarında incelemiştir. Benzer şekilde Glick ve Rose (1999), 1971-1997 dönemini inceledikleri çalışmada benzer sonuçlara ulaşmışlardır. Diğer taraftan Kaminsky ve Reinhart (1998), Baig ve Goldfajn (1998) ve Masson (1998) çalışmalarının bulguları da bu durumu destekler niteliktedir.

2008 krizinin ardından Türkiye ekonomisine ilişkin özellikle sektörel etkileşim kapsamında çeşitli kurumlar çeşitli raporlar yayımlamaktadırlar. 2011 Kasım ayında TCMB tarafından yayımlanan Finansal İstikrar Raporu'na göre küresel finansal krizin, kapsamı ve etkisi bakımından daha önce tecrübe edilmemiş bir boyuta ulaştığı ileri sürülmektedir. Bu yönüyle küresel krizin başlangıcında, sorunların kaynağında bulunan finansal ve reel sektörü destekleyici bir rolü olan kamu kesimi, krizin bu aşamasında ana risk unsuru olarak görüldüğü ve bu durumun “ülke riski” kavramı ön plana çıkardığı gözlenmektedir. Ayrıca raporda Avrupa Birliği'ne üye bazı ülkelerin mali yapılarındaki sorunlara yönelik olarak sağlanan kamu destekleri ve alınan politika tedbirlerinin piyasalarda oluşan olumsuz algıyı değiştiremediği ve sorun yaşayan ülkelerin mali yapılarındaki bozulmanın daha da derinleştiği vurgulanmaktadır (TCMB, 2011: 3).

Küresel finansal krizin sektörel yansımaları Şekil-4 yardımıyla özetlemiştir.

Şekil- 4: Küresel Finans Krizinin Sektörel Yansıması



Kaynak: TCMB, 2011.

Şekil-4'te merkeze yaklaşmak ilgili sektörün finansal istikrara yaptığı katkının olumlu yönde değiştiğini ifade etmektedir. Bu analizin amacı her bir alt sektörün kendi içinde tarihsel olarak karşılaştırılmasına olanak sağlamaktır. Sektörler

arası karşılaştırma ise yalnızca merkeze göre bulunulan konumda meydana gelen değişimin yönü çerçevesinde yapılabilmektedir.

Türkiye Ekonomisi, 2008'in ortalarından itibaren küresel finansal krizin etkilerine maruz kalmıştır. Özellikle sermaye akımları, finansal entegrasyon ve diğer ekonomik ve ticari etkileşimler kanalıyla Türkiye bu krizin etkilerini derinden hissetmiştir. Kriz öncesi son beş yıllık dönemde ise Türkiye ekonomisinde büyüme performansı açısından nispeten istikrarlı bir seyrin yakalandığı gözlenmektedir. Bunda her ne kadar o dönemdeki siyasi gündemin gölgesinde kalsa da uygulamaya konulan GEGP'nin payı büyüktür. Tablo-6'da 2001 sonrası dönemden kriz öncesi döneme kadar olan süreçteki ekonomik büyüme performansı gösterilmiştir.

Tablo- 6: Türkiye'nin 2002-2007 Büyüme Performansı

Yıllar	Cari Fiyatlarla GSYH (Milyon TL)	Sabit Fiyatlarla GSYH (Milyon TL)	Büyüme Hızı (Yüzde)
2002	350.476	72.520	6,2
2003	454.781	76.338	5,3
2004	559.033	83.486	9,4
2005	648.932	90.500	8,4
2006	758.391	96.738	6,9
2007	843.178	101.255	4,7

Kaynak: TÜİK, 2013.

Tablo-6 incelendiğinde 2001 krizi sonrası dönemde uygulanan politikaların sonucu olarak Türkiye ekonomisi hızlı bir büyüme sürecine girmiş ve 2002-2007 döneminde ortalama yıllık % 7 oranında bir büyüme hızına ulaşmıştır. 2008 yılının ilk çeyreğinde GSYH, % 7,2 büyüdükten sonra küresel krizin etkilerinin hissedilmeye başlamasıyla ikinci ve üçüncü çeyrekte sırasıyla % 2,8 ve % 1 oranında büyümüştür. ABD'de ortaya çıkan ve sonra dalga dalga bütün dünyaya yayılan küresel krizin reel sektöre yansımalarıyla birlikte iç ve dış talep daralmış ve sanayi üretimi düşmüştür. Türkiye ekonomisi krizin etkisini özellikle 2008 yılının dördüncü çeyreğinde hissetmiş ve bunun sonucunda GSYH dördüncü çeyrekte % 6,5 oranında gerilemiştir. 2008 yılı sadece % 0,9'luk bir büyüme oranı ile tamamlanabilmiştir. 2009 yılı krizin etkilerinin yoğun bir şekilde hissedildiği bir yıl olmuş, ekonomi bir önceki yıla göre % 4,7 oranında küçülmüştür. 2010 yılı ise Türkiye ekonomisinin

küresel krizin etkilerini atmaya çalıştığı bir yıl olmuştur. Kriz sonrası uygulanan politikaların ekonomide sağlamış olduğu istikrar ile birlikte 2010'un ilk çeyreğinde ekonomik büyümedeki artış oranı % 11,7 ikinci çeyrekte % 10,3 ve üçüncü çeyrekte % 5,5 olmuştur.

Nihai tahlilde 2008 küresel finans krizi finansal piyasalar açısından değerlendirildiğinde Türkiye açısından tam manasıyla bir finansal kriz ortamı yaratmamıştır. Diğer taraftan 2008 krizi dış borçlanmanın özendirildiği yanlış politikaların uygulanmasına ve çeşitli yollardan Türkiye ekonomisinin resesyona sürüklenmesine neden olmuştur (Hiç, 2009: 67).

Özellikle bankacılık kesiminin 2008 krizini hafif hasarlarla atlattığı olmasının arkasında 2001 krizi sonrası oldukça sağlamlaştırılmış sermaye yeterlik rasyosuna sahip olunması, sağlam kamu maliyesi, düşük kamu net dış borcu ve izlenen sıkı politikalar yatmaktadır (Batırel, 2008: 1). Türk bankacılık sektörünün sorunlarının kalıcı olarak çözümlenmesi amacıyla Mayıs 2001 tarihinde uygulamaya konulan Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı çerçevesinde gerçekleştirilen reformlar sonucunda bankacılık sektörünün kârlılığında iyileşmeler olduğu gözlenmektedir (Bumin, 2009: 39).

AMPİRİK ÇERÇEVE

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: FİNANSAL KRİZLERİN TÜRKİYE EKONOMİSİNE ETKİLERİ VE BİR LOGİT-PROBİT DENEMESİ

3.1. Finansal Krizler ve Makroekonomik Değişkenler Arasındaki İlişki

Finansal atakların bir sonucu olarak finansal sistemdeki doğrusal olmayan bozulmalar olarak tanımlanan ve pek çok dinamik tarafından beslenen finansal krizler gelişmekte olan ülkeler ve bu arada Türkiye açısından son derece önem arz etmektedir. Tarih boyunca Türkiye çeşitli dönemlerde finansal krizler tecrübe etmiş ve bunun sonucunda önemli çıktı kayıpları, enflasyon ve işsizlikle mücadele etmek zorunda kalmıştır. Diğer taraftan özellikle 2001 krizinden sonra ise Türkiye ekonomisinin ulusal paranın değeri, bankacılık sistemi, borç yapısının yeniden düzenlenmesi ve borsaların tanzim edilmesi anlamında önemli mesafe kat ettiği gözlenmektedir. Bu çerçevede her finansal kriz tecrübesi göstermiştir ki dinamikleri açısından farklılık arz eden krizler farklı sonuçlara yol açabilmiştir. Genel kabul gören görüş 2001 krizinden sonra özellikle bankacılık sektörüne ilişkin yapılan düzenlemelerin Türkiye ekonomisinin bankacılık eksenli krizler karşısında daha az kırılğan bir yapıya kavuştuğu ve yaşanacak dış eksenli krizlerden en asgari düzeyde etkilenebileceği yönündedir. Bu bölümde genel olarak finansal krizler ile makroekonomik performans göstergeleri arasındaki ilişkiler ortaya konmaya çalışılmıştır.

3.1.1. Finansal Kriz-Büyüme İlişkisi

Dünyada yaşanan küreselleşme olgusu kuşkusuz en büyük atılımlarından birini finansal alanda gerçekleştirmiştir. Ekonomik refahın temel göstergelerinden biri olarak kabul edilen ekonomik büyümenin finansal sistemlerin küreselleştiği bir ortamda daha hızlı sağlanabileceğine olan inancın artması finansal küreselleşme hızını da artırmıştır. Hükümetlerin ödemeler dengesinde sermaye hesabı ve ulusal finansal sektördeki kısıtlamaları kaldırma eğilimleri, firmalar ve yurtiçinde yerleşik bulunanların yurt dışından borçlanma isteklerinin artması finansal küreselleşmenin

hız kazanmasında etkili olan önemli faktörler olarak görülmektedir (Schmukler vd., 2004: 1).

Öncülüğünü Mc Kinnon (1973) ve Shaw'ın (1973) yaptığı birçok çalışmada finansal kısıtlamaların kaldırılmasının ekonomik büyüme üzerine pozitif katkı yapacağı vurgusu yapılmaktadır. Rekabet piyasası koşullarında yüksek faiz oranları, kaynakların daha etkin alanlarda kullanılmasını sağlamaktadır. Bunun yanında zorunlu karşılıkların düşmesi fon kaynak maliyetlerini azaltarak aracılık hizmetlerinde de etkinliği artırmaktadır. Ayrıca finansal liberalizasyonun ulusal firmaların yabancı fonları daha kolay ve uygun koşullarda bulmasına izin vermesi ulusal finansal sektörün gelişmesi ve etkin olması bağlamında önemli etkilerde bulunduğunu göstermektedir (Galindo vd., 2002: 4)

Finansal anlamda artan uluslararası entegrasyon ve küreselleşme, uluslararası finansal piyasalarda bir aksaklık olması halinde oluşan spekülative kabarcıklar sermaye sahiplerinin irrasyonel davranmalarına, spekülative saldırıda bulunmalarına ve sürü psikolojisine girmelerine neden olabilmektedir. Aksak rekabet koşullarının var olduğu ülkelerde makroekonomik temeller sağlam gözükse de krizler kaçınılmaz olabilmektedir. Söz gelimi yatırımcılar döviz kurunun sürdürülemez olduğuna kanaat getirdiklerinde paraya karşı spekülative hareket başlayabilmekte ve bu durum ödemeler dengesi krizini tetikleyebilmektedir. Krizlere ilişkin reel bağlantılar genellikle ticaret ağı vasıtasıyla gerçekleşmektedir. İki ülke arasında ticaret gerçekleştiğinde veya bu ülkeler aynı dışsal piyasalarda rekabete girdiklerinde bir ülkenin devalüasyona başvurması diğer ülkenin rekabetçi avantajında bozulmalar meydana getirmektedir. İki ülkenin dışsal sektörlerini tekrar ayarlayıncaya kadar paralarında devalüasyona gitmeleri olası çıktı kayıplarını da beraberinde getirmektedir (Schmukler, 2004: 8-9).

2007-2008 döneminde ABD'de başlayan ve kısa sürede diğer ekonomileri de etkisi altına alan küresel krizin Türkiye ekonomisinde makroekonomik göstergeler üzerine etkisi Tablo-7 yardımıyla gösterilmiştir.

Tablo- 7: Küresel Kriz Sürecinde Türkiye Ekonomisi, 2005-2009

	Büyüme Oranı	Enflasyon Oranı	İşsizlik Oranı
2005	8,4	7,7	10,6
2006	6,9	9,7	10,2
2007	4,7	8,4	10,3
2008	0,7	10,1	11,0
2009	-4,7	6,5	14,0

Kaynak: TÜİK,2010.

Tablo-7 incelendiğinde yaşanan krizlerin en belirgin etkisi GSYH’de yaşanan çıktı kayıpları, üretim daralmaları veya nihai tahlilde negatif bir ekonomik büyümenin ortaya çıkması şeklinde görülmektedir. Diğer taraftan ilgili dönem sonunda işsizlik oranı da % 14 gibi son yıllarda yaşanan en yüksek değerine ulaşmıştır. Finansal sistemin reel sistemle entegrasyonunun giderek yoğunlaştığı günümüz ekonomik sisteminde bu durum ilgili ekonomiler açısından son derece önem arz etmektedir.

3.1.2. Finansal Kriz-Dış Ticaret İlişkisi

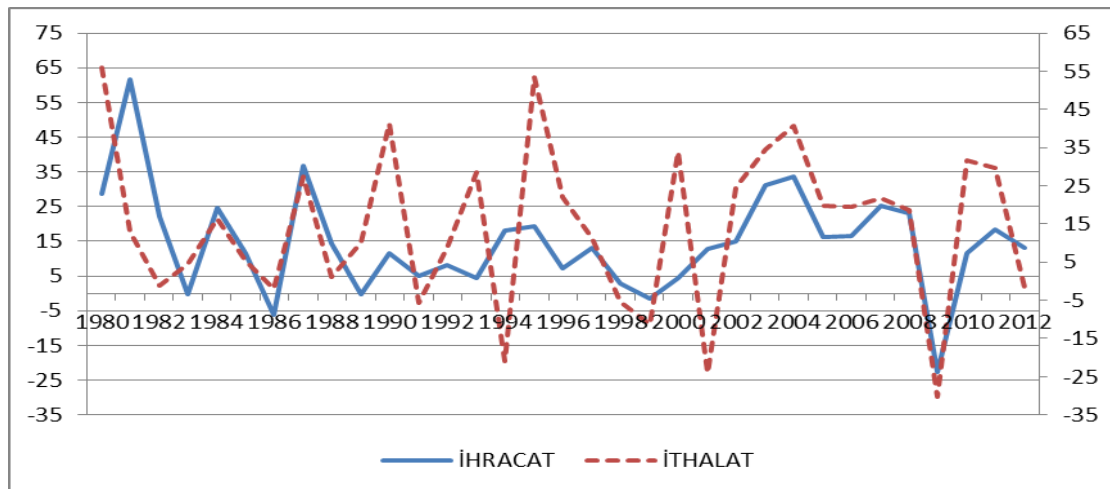
Finansal krizin etkilerinin hissedildiği önemli alanlardan bir tanesi de dış ticarettir. Finansal krizler ile dış ticaretin etkileşimi daha çok finansal kriz sonrası dönemlerde yaşanan doğrudan yabancı yatırım hacmindeki düşüşler ekseninde şekillenmektedir. Ekonomik büyümenin dinamikleri üzerine yapılan çalışmalarda, küreselleşmenin baş aktörlerinden olan doğrudan yabancı yatırımlar ve dış ticaret konuları büyük önem arz etmektedir. Dış ticaret hacmindeki genişlemeler kaliteli ürün uygulaması, ölçek ekonomisine geçiş ve teknolojik yenilik yaratarak istihdamı ve işgücü verimliliğini artırarak ekonomik büyümeyi artırabilmektedir. Dış ticareti sanayileşmenin önemli bir basamağı olarak gören ve yukarıda sıralanan olumlu etkileri ön plana çıkarabilen ülkeler başarıya ulaşabilmektedirler. Aksi bir uygulama dış ticaret açığının sürekli artmasına ve ülkenin borç yükü altında ezilmesine yol açabilmektedir. Bu yönüyle finansal krizlerin yaşandığı dönemlerde doğrudan yabancı yatırım düzeyinde meydana gelen azalışlar beraberinde dış ticaret hacminde de gerilemeler doğurabilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde katma değeri yüksek ürünlerin üretilmemesi sermaye yoğun tekniklerin yeteri düzeyde kullanılamamasından kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda enerji ve teknoloji yönünden dışa bağımlılık bu ülkeler için dış ticaret açıklarını kaçınılmaz bir sonuç olarak doğurmaktadır. Kriz dönemlerinde özellikle ihracat hacminin daralması ile dış ticaret açıklarında önemli artışlar yaşanabilmektedir. İktisat teorisinde doğrudan yabancı yatırımlar ve ekonomik büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğu kabul edilmektedir. Neo-klasik büyüme modeline göre doğrudan yabancı yatırımlar, toplam yatırımların miktarını ve etkinliğini artırarak ekonomik büyümeye olumlu katkıda bulunmaktadır. İçsel büyüme modellerinde ise doğrudan yabancı yatırımların teknolojiyi gelişmiş ülkeden geliştirmekte olan ülkelere doğru yaygınlaştırarak ekonomik büyümeyi artırdığı savunulmaktadır (UNCTAD, 1999: 156).

Kriz dönemlerinde en çok etkilenen makroekonomik göstergelerden birisi de dış ticaret göstergeleridir. Küresel kriz sürecinde 2008 yılında yıllık yüzde 15,4 büyüme gösteren dünya ticaret hacmi, 2009 yılında yüzde 22,8 oranında gerilemiştir. Bu oran, 2. Dünya Savaşından bu yana gerçekleşen en şiddetli daralmadır. Bu gelişmeye paralel olarak, 2008 yılında yüzde 20,4 oranında artış gösteren Türkiye'nin ihracat hacmi, 2009 yılında yüzde 27,3 oranında küçülmüştür.

Şekil-5'te 1980-2012 dönemine ilişkin ihracat ve ithalat % değişimleri gösterilmiştir.

Şekil- 5: Türkiye'nin Dış Ticaret Göstergeleri



Kaynak: TÜİK, 2013.

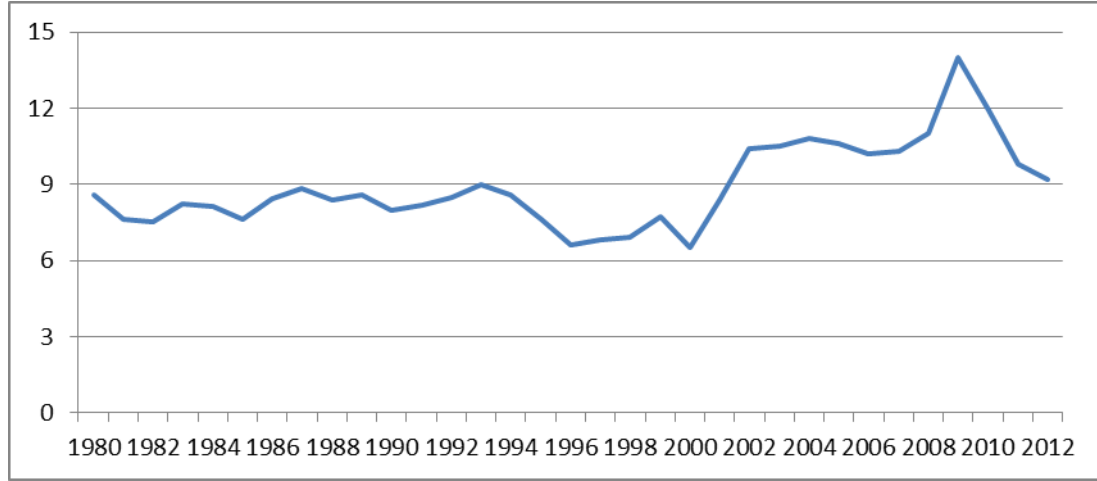
Şekil-5'te soldaki dikey eksen ihracattaki sağdaki dikey eksen ise ithalattaki % değişim değerlerini göstermektedir. Küresel krizle birlikte dünya ticaret hacminde önemli bir düşüş olduğu gözlenmektedir. Gözlenen bu sert düşüş ile birlikte, başta ihracata yönelik üretim yapan sektörler olmak üzere, bu sektörler ile yakın ilişkisi olan yan sanayi ile ticaret ve ulaştırma gibi hizmet sektörlerinde de şiddetli bir daralma yaşanmıştır. Gelişmiş ülkelere yapılan ihracatın toplam ihracat içindeki payına göre yapılan gruplamada, küresel krize benzer büyüme oranları ile giren gelişmekte olan ülkelerin, kriz sırasında ihracat pazarlarının yapısına bağlı olarak önemli ölçüde ayrıştığı görülmektedir. Türkiye'nin toplam ihracatında, gelişmiş ülkeler, özellikle Avrupa Birliği ülkeleri önemli bir paya sahiptir. Bu pazarlara yapılan ihracat, toplam ihracatın yaklaşık üçte ikisini oluşturmakta ve bu ölçüte göre yapılan sıralamada Türkiye, 105 gelişmekte olan ülke arasında 49. Sırada yer almaktadır. Türkiye'nin ihracatında otomotiv, makine, ulaşım parçaları ve demir-çelik ürünleri, sırasıyla, yüzde 14, yüzde 13 ve yüzde 13 gibi yüksek paylara sahiptir. Özellikle otomotiv ve demir-çelik ürünlerinde, Türkiye, 139 ülke arasında, toplam ihracat içinde en yüksek paya sahip olan ilk 10 ülkeden biridir. Dolayısıyla, Türkiye gibi, ağırlıklı olarak yatırım ve dayanıklı tüketim malları ihraç eden, ancak ekonomi içinde ihracatın payı yüksek olmayan ülkeler de olumsuz dış talep koşullarının etkisinde kalmıştır (TCMB, 2010: 2-6).

3.1.3. Finansal Kriz-İstihdam İlişkisi

2008'in Eylül ayında ABD'nin dev yatırım bankası Lehman Brothers'ın çökmesiyle başlayan küresel kriz ortamı dünya ekonomisinde yaklaşık % 1'lik bir daralma ile 2. Dünya savaşıdan bu yana yaşanan en önemli küçülme yaşanmıştır. Yaşanan bu küresel kriz işsizlik oranlarında önemli artışlara sebep olmuş ve gelişmiş ülkelerde ortalama % 8, gelişmekte olan ülkelere ise % 10-15 düzeylerinde işsizlik oluşmuştur. Kriz sonrası süreçte başta İspanya, İtalya ve Yunanistan gibi AB ülkeleri olmak üzere pek çok ülkede işsizlik en büyük makroekonomik sorunların başında gelmektedir.

Türkiye açısından da işsizlik oranları kriz sonrası süreçte son yıllarda görülen en yüksek seviyeye ulaşmıştır. Şekil-6'da 1980-2012 dönemine ait işsizlik oranları gösterilmiştir.

Şekil- 6: İşsizlik Oranları, 1980-2012



Kaynak: DPT, 2012.

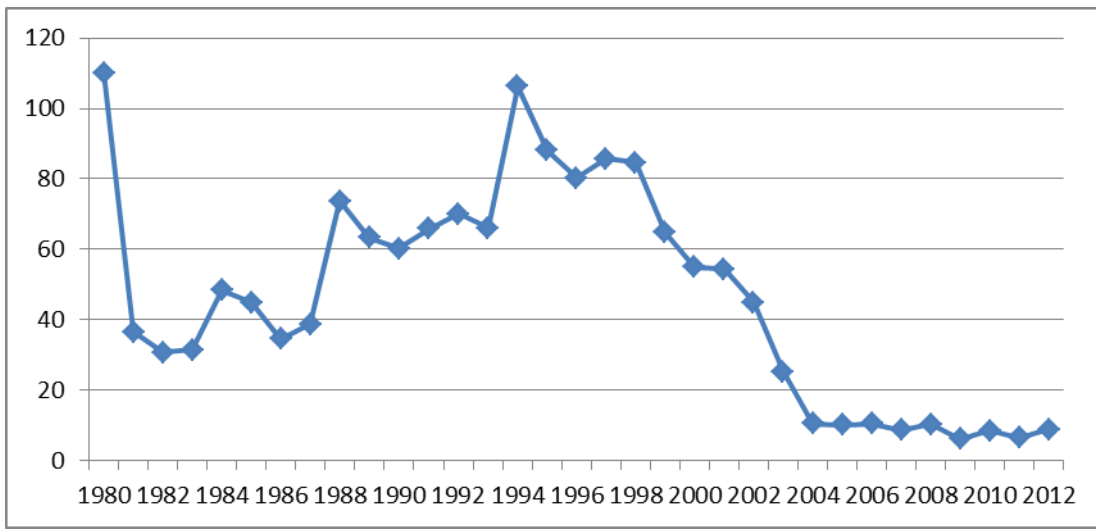
Şekil-6'da işsizlik oranlarının 2000'li yıllara kadar ılımlı bir seviyede seyrettiği gözlenmektedir. Finansal krizin işsizlik oranları üzerinde en derin hissedildiği yıl 2008 küresel krizini takip eden süreçte yaşanmıştır. Türkiye'de de işsizlik % 14 düzeylerine kadar yükselmiş ancak 2010 ve 2011 yıllarında gerçekleşen yüksek oranlı büyüme ve diğer istihdam eksenli tedbirler sayesinde tekrar kriz öncesi seviyesine dönmeye başlamıştır. 2012 Temmuz ayı itibariyle % 8,4 düzeylerine gerileyen işsizlik 2002 yılından sonraki en düşük seviyesini görmüştür. Kriz sonrası süreçte uygulanan önlem paketlerinin de gereken etkinlikten uzak olduğu ve zamanında uygulamaya geçirilemediği gözlenmektedir.

3.1.4. Finansal Kriz-Enflasyon İlişkisi

Finansal krizlerin etkileşim içerisinde olduğu bir diğer önemli makroekonomik gösterge enflasyondur. Yanlış makroekonomik politikaların bir sonucu olarak değerlendirilen enflasyon, yüksek nominal faiz oranları ile ilişkisi kapsamında düşünüldüğünde ekonomiyi ve bankacılık sistemini çeşitli yollarla olumsuz etkileyebilen bir gösterge olabilmektedir. Finansal krizlerin yaşandığı

dönemlerde veya krizi takip eden dönemlerde enflasyon oranlarında önemli artışlar yaşanabilmektedir. Bu artışların temelinde kriz dönemlerinde arzdaki daralma yatmaktadır. TCMB'nin nihai hedefini fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek şeklinde belirlediği 2000'li yılların başından itibaren fiyatlar genel düzeyindeki istikrarsız yapı önceki dönemlere nispeten daha istikrarlı bir hale gelmiştir. Bu gelişmeler ekseninde Türkiye'de enflasyon önemli bir düşüş trendine girmiştir. 1980-2012 dönemine ilişkin enflasyon değerleri Şekil-7'de gösterilmiştir.

Şekil- 7: Türkiye’de Enflasyonun Seyri, 1980-2012



Kaynak: TÜİK, 2013.

Şekil-7 incelendiğinde enflasyon oranlarının 2000'li yıllara kadar kronik bir hal aldığı gözlenmektedir. Özellikle enflasyon oranlarının zirve yaptığı yıllar olan 1980 ve 1994 yıllarında istikrar tedbirleriyle ekonomiye müdahaleler yaşanmış olması kriz ve enflasyon arasındaki pozitif ilişkiyi Türkiye Ekonomisi açısından doğrular niteliktedir. 2000'li yılların başlangıcından itibaren ise TCMB'nin nihai hedefiyle de uyumlu olarak enflasyon oranlarında önemli ölçüde bir istikrar yakalandığı gözlenmektedir.

Küresel krizin etkilerinin tamamen olmasa da büyük ölçüde atlatıldığı süreçte TCMB'nin yayınladığı “Finansal İstikrar Raporuna” göre enflasyon, temelde TL’de yaşanan değer kaybı ve yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki fiyat artışları kaynaklı olarak, 2011 yılının son aylarından itibaren artış göstermiştir. TCMB, Ekim 2011

döneminden itibaren uyguladığı parasal sıkılaştırma ile enflasyonun ulaştığı yüksek seviyelerin enflasyon beklentileri üzerinde bir bozulmaya yol açmasına engel olmuş ve fiyatlama davranışlarını kontrol altında tutmayı başarmıştır. Bu kapsamda 2012 Nisan ayında zirve yapan enflasyonun Mayıs ayında önemli bir düşüş göstermesi ve bu düşüşün yılın son aylarında hızlanarak devam etmesi beklenmektedir. TCMB'nin önümüzdeki dönemlerde de fiyat istikrarına odaklı kararlı duruşunu sürdüreceği ve para politikasındaki esnekliğini koruyacağı vurgulanmaktadır (TCMB, 2012: 3).

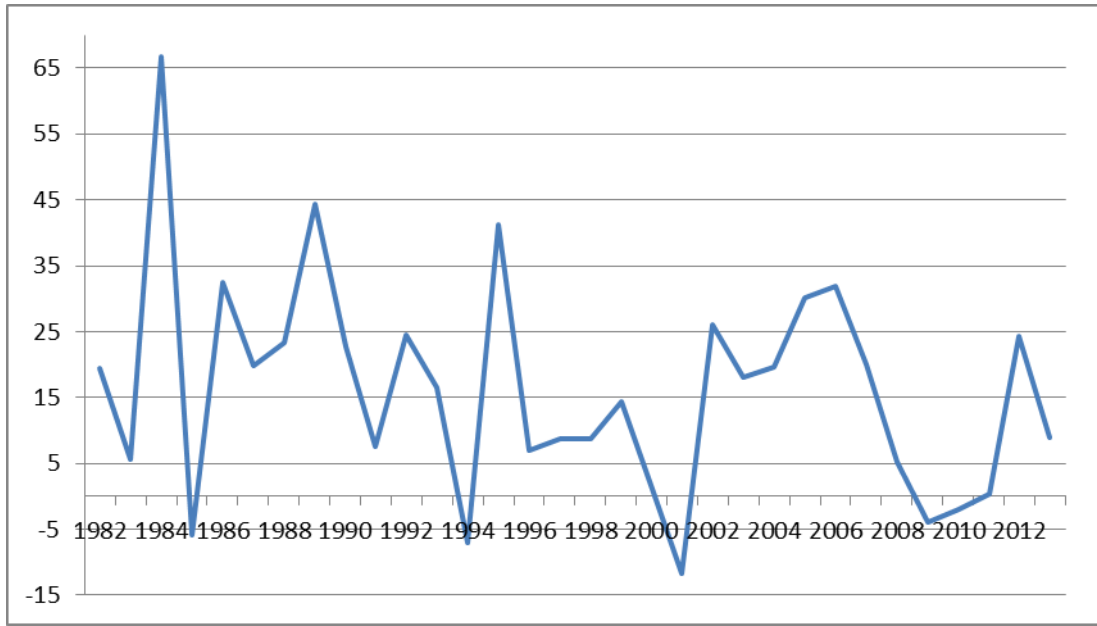
3.1.5. Finansal Kriz-Döviz Kuru ve Faiz Oranı İlişkisi

Döviz kurunda ani bir hareketi ve sermaye akımlarındaki keskin bir değişmeyi döviz krizleri, finansal kriz literatüründe döviz kuru değişimlerinin son derece önemli ve istatistiki olarak başarılı bir gösterge olduğunu ortaya koymaktadır. Nitekim para krizleri sadece devalüasyon boyutu dikkate alındığında döviz krizleri olarak da nitelendirilmektedir. Diğer taraftan finansal krizlerin öngörüsüne veya etkilerinin ölçülmesine yönelik yapılan ampirik çalışmalar döviz kuru değişimleriyle beraber faiz oranları değişimlerini de dikkate alan spekülatif baskı endeksi değişkenini türetmişlerdir. Bu yönüyle gerek reel döviz kuru değişimleri gerekse reel faiz oranlarındaki değişimler finansal krizlerden en çok etkilenen değişkenler arasında yer almaktadır. Finansal krizlerin etkisiyle faiz oranlarında yaşanacak bir artış üretken yatırım harcamalarının daralmasına neden olurken aynı zamanda büyüme ve istihdam açısından da olumsuz sonuçları beraberinde getirebilmektedir.

Küresel finansal piyasalara entegre olma süreciyle birlikte Türkiye'de döviz kuru, spekülatif para hareketlerine karşı aşırı duyarlı hale geldiğinden, ulusal döviz rezervi, mal hareketlerinden çok para hareketleriyle belirlenmektedir. Bu süreçte faiz oranları da spekülatif para hareketlerinin temel belirleyicisi olmaktadır. Bu çerçevede genel makroekonomik dinamikler içerisinde faiz oranlarının rolü büyüktür. Yükselen faiz oranları tasarruf artışını yeterli ölçüde teşvik edemediğinde maliyet artışına neden olmakta ve dolayısıyla enflasyonu tetiklemektedir. Yüksek faiz oranı yatırım ve ticareti cazip olmaktan çıkararak spekülatif para hareketlerini teşvik etmekte, kamu giderlerini artırarak bütçe dengesini olumsuz etkilemektedir. Yüksek faizin maliyeti ekonomik sıkıntıyı daha da derinleştirmektedir. İşletmelerin yüksek orandan borçlanmaları, diğer taraftan mal ve hizmetlere olan talebin azalması üretim

miktarını düşürerek işsizliğin artmasına neden olmaktadır. Şekil-8’de 1982-2013 dönemine ilişkin merkez bankası net uluslararası döviz rezervlerindeki değişimler gösterilmiştir. Şekil-8 incelendiğinde 1994, 2001 ve 2009 yıllarında uluslararası rezervlerde keskin düşüşler yaşandığı gözlenmektedir.

Şekil- 8: TCMB Net Uluslararası Döviz Rezervleri (% Değişim)



Kaynak: TCMB, 2013

Şekil-8 aynı zamanda krize rastgelen dönemlerde yaşanan bu keskin düşüşlerin, uluslararası rezervlerin finansal krizlerin önemli bir belirleyicisi ve aynı zamanda krizlerden en çok etkilenen değişken olduğunu da doğrular niteliktedir.

3.1.6. Finansal Kriz-Ödemeler Dengesi İlişkisi

Gelişmekte olan ülkelerin ve bu arada Türkiye’nin en önemli sorunlarından biri artan kamu harcamaları finansmanının yetersizliği ve sistematik çarpıklıklardan doğan bütçe sorunu olarak görülmektedir. Ödemeler dengesi açığı kavramının finansal krizlerle ilişkisinin anlaşılması çabası özellikle krizlerin hız kazandığı son yıllarda büyük önem taşımaktadır. Finansal kriz temel olarak ödemeler dengesi kalemlerinden cari işlemler hesabı açıklarının artmasına neden olmaktadır (Kepenek ve Yentürk, 2009: 216)

Türkiye’de 1980’lerden sonraki krizlerin ve hızlı enflasyon sürecinin temel nedeni büyük ölçüde sürekli artan kamu kesimi açıklarının parasal genişleme ile finansmanı olarak görülmektedir. Ödemeler dengesi açığı, ekonomideki reel faiz oranlarını, reel ücret düzeyini ve döviz kurunun oluşumunu ve işleyişini oldukça önemli ölçüde etkilemektedir. Ödemeler dengesinin bozuk olmasının en önemli sebeplerinden biri kamunun öncülüğünü yaptığı yüksek faiz politikasının yüksek gelir grubuna önemli ölçüde kaynak transfer etmesi olarak görülmektedir. Özellikle son yıllarda cari açıkta yaşanan artışların temel nedenleri (Günel, 2001: 31):

- Aşırı değerli TL’nin ithalatı ucuzlatması,
- Yurt dışı kredi maliyetlerinin düşük olması nedeniyle ithalatın dış finansmanla karşılanması,
- Yabancı girdi kullanımındaki artışın yerli üretim ve istihdamı olumsuz yönde etkilemesi,
- Yerli üretimin ve ihracatın büyük ölçüde aramalı ve enerji ithalatına bağımlı olması şeklinde sıralanmaktadır.

3.2. Literatür

Finansal krizlere ilişkin teorik ve ampirik düzeyde çok sayıda çalışma yapılmıştır. Teorik literatür Salant ve Henderson’un (1978) çalışmasıyla başlayan ve bunu para ve ödemeler dengesi sistemine uyarlayan Krugman’ın (1979) çalışmasıyla başlamaktadır. Daha sonra Flood ve Garber, Obstfeld, Kindleberger, Mishkin gibi isimler teorik çalışmalarıyla ekonomi-politik ile ilgilenenlerin yönünü kriz iktisadına çevirmiştir. Ampirik çerçevede ise tecrübe edilen krizlerin maliyetlerinin yüksekliği, uluslararası sistemde sorunlara yol açması ve piyasa göstergelerinin krizleri öngörmedeki yetersizliği gelecekteki finansal krizleri öngörmeye yönelik ilgiyi arttırmıştır. Bu kapsamda yapılan çalışmaların büyük çoğunluğu krizlerin öncü göstergelerinin neler olduğunun tespiti üzerine odaklanmaktadır. Bir grup çalışma ise krizlerin oluşumunda etkili olan değişkenlerden yola çıkarak bir döviz piyasası baskı ölçütü veya daha geniş olarak bir spekülasyon baskı endeksinin oluşturulması ve bu endeks ekseninde ülkenin kriz sinyali verip vermediğinin tespit edilmesi üzerine odaklanmaktadır.

Gerlach ve Smets (1994) bir ülkede yapılan devalüasyonun ticaret ortaklarının rekabet gücü zafiyetine uğramamak için devalüasyon yapmalarına yol açan bir model geliştirmişlerdir. Yatırımcıların ülkelerinin ekonomik temellerine az miktarda ödeme yapmaları ve ülkeler arasında farklılık gözetmemeleri halinde bulaşıcı etkilerin doğabileceğini öngördükleri modelde komşu ülkede meydana gelen bir krizin, yurtdışında gelecekte doğacak bir krizin göstergesi olabileceğini vurgulamışlardır. McKinnon ve Pill (1994) makroekonomik bozuklukların süresiz mevduat garantisi ve borç vermeyi hızlandırmasına ilişkin modellerinde zaman içerisinde bankacılık sisteminin çöküşüyle sonuçlanan bir kriz bulgusu sonucuna ulaşmışlardır.

Özkan ve Sutherland (1995) hedef fonksiyonu olarak sabit bir nominal döviz kurunun korunmasını üretimin belli hedef seviyelerden sapmasına dayandırdıkları bir model oluşturmuşlardır. Bu modelde sabit döviz kuru uygulamalarının, yurtdışı faiz oranlarındaki artışların daha yüksek yurtiçi faiz oranlarına ve daha düşük üretim seviyelerine yol açarak paritenin korunması gerektiği aksi takdirde bunun siyasi otoriteler açısından daha da maliyetli olacağı sonucuna ulaşmışlardır.

Frankel ve Rose (1996) çalışmasında, 105 ülkenin yıllık verilerini kullanarak gelişmekte olan ülkeler için kur çöküşüne dayandırdıkları modellerinde düşük yabancı yatırım seviyesi, düşük uluslararası rezervler, yüksek iç borçlanma oranı, yüksek yabancı faiz oranları ve ulusal para biriminin aşırı değerlenmesinin, döviz çöküşü riskini artırdığı sonucuna ulaşmışlardır.

Kaminsky ve Reinhart (1996) finansal akımların serbestleşmesiyle birlikte para/döviz ve banka krizlerinin birbirini tetiklemesiyle ekonomide beliren ikiz kriz olarak bilinen modelleri ele alarak erken uyarı sistemi oluşturmuşlardır. 5 gelişmiş ve 15 gelişmekte olan ülke olmak üzere toplam 20 ülkede görülen finansal krizleri inceledikleri çalışmada bankacılık sektöründeki olumsuzlukların krize yol açtığı, bu nedenle de ekonomide bankacılık krizlerinin önceden algılanabilmesinin ileride çıkacak finansal krizlerin öngörülebilirliğini kolaylaştırdığı belirtilmiştir.

Weymark'ın (1997) Kanada ekonomisine ilişkin çalışmasında da döviz piyasası baskı endeksi kullanılmıştır. Weymark, döviz kurlarındaki değişimi parasal tabana bölmüş ve böylelikle döviz rezervlerindeki değişimi para arzında yarattığı

değişmeden arındırarak ödemeler dengesindeki reel değişmeyi ortaya koymaya çalışmıştır.

Corsetti vd. (1998) Türkiye'nin de içinde bulunduğu 24 ülke için ulusal para değer kaybı yüzdesi ile uluslararası rezervlerdeki değişme yüzdesinin ağırlıklı ortalamasına dayalı bir endeks içeren bir model geliştirmişlerdir. Endekste önemli bir negatif değer, ulusal paradaki ciddi bir değer kaybına ve/veya uluslararası rezervlerdeki ciddi bir azalmaya karşılık geldiğini ve krizin önemli bir göstergesi olduğunu vurgulamaktadırlar.

Krueger vd. (1998) modelinde nominal döviz kurundaki ortalama değişim yüzdesinin büyüklüğü ve uluslararası rezervlerdeki negatif yönlü değişimi ele alan bir endeks oluşturulmuştur. Oluşturulan endeksten 1,5 birimlik bir standart sapma yaşanması kriz olarak tanımlanmıştır. Kullanılan değişkenler arasında M2'nin rezervlere oranı, yurtiçi kredilendirmedeki artış oranı, reel döviz kuru, faiz oranı gibi değişkenlerin olması değişken seçimi bakımından çalışmamızla benzeşmektedir.

Tanner (2002), Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından oluşturulan finansal baskı endeksinin beş değişkeninden biri olan döviz piyasası baskısının, finansal krizlerin şiddetini en iyi gösteren ölçütlerden biri olduğunu ve daraltıcı para politikalarının döviz piyasası baskısını azalttığını belirtmiştir.

Arias (2003), birbirinden farklı metodolojiye ve ülke grubuna ait 83 makaleyi incelediği çalışmada ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi, resmi rezervlerdeki azalma, banka kredileri ve/veya ulusal kredilerdeki artış, bir başka ülkede olan kriz, resmi rezervlerin kısa dönemli dış borca oranındaki düşme ve enflasyon gibi göstergelerin kriz ihtimalini artırmada önemli olduğunu belirtmiştir. Mody ve Taylor (2007) çalışmasında da ülkelerin finansal piyasalarının hassasiyeti oluşturulan bir döviz piyasası baskı endeksi ile ölçülmüştür.

Cerra ve Saxena (2008) para ve bankacılık krizlerinin reel GSYH üzerindeki kısa ve uzun dönem etkilerini etki-tepki analizi yardımıyla ayırtmışlardır. Benzer şekilde Furceri ve Mourougane (2009) Avrupa Komisyonu tarafından finansal krizlerin potansiyel çıktı ve büyüme etkilerine maruz kalmış olarak ifade edilen 30 OECD ekonomisine ilişkin krizin etkilerini 1960-2007 verilerinden hareketle analiz etmişlerdir.

Karakayalı ve Sayın (2010), KLR Modelini kullanarak Türkiye için öncü göstergeler yardımıyla 2008 krizinin öngörülüp öngörülmeceğini inceledikleri çalışmada analize dahil edilen göstergeler içerisinde en başarılı göstergelerin sırasıyla; yurtiçi krediler, büyüme oranı, rezerv yeterliliği, ihracat, sanayi üretim endeksi, reel döviz kuru, ithalat ve dış ticaret dengesi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Söz konusu göstergelerden türetilen bileşik endeksin 2008 krizini dokuz ay öncesinden öngörmede başarılı olduğu tespit edilmiştir.

Bu çalışmada da finansal krizlerin makroekonomik performans göstergelerinden ekonomik büyüme, işsizlik ve ihracat düzeyi üzerindeki etkileri 1981-2012 dönemi verileri kullanılarak bir logit ve probit analizi yardımıyla ortaya konmaya çalışılmıştır.

3.3. Araştırmanın Amacı, Kapsamı ve Yöntemi

3.3.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Küreselleşen dünyada ekonomik açıdan yaşanan değişimlere bağlı olarak ekonomilerin bu değişimlere nasıl tepki gösterdiği ve bu değişimlere karşı hassasiyet düzeyinin tespiti giderek önem kazanmaktadır. Finansal eksende ülkelerin krizlerden nasıl etkilendiği/etkilenebileceği ülkenin ekonomik performans göstergeleri açısından son derece önemli olarak görülmektedir.

Bu çalışmanın temel amacı özellikle 20. yüzyılın son çeyreğinden itibaren yaşanan finansal krizlerin açıklanmasına yönelik geliştirilen modeller ve bu çerçevede ilgili dönemlerde benzer kriz tecrübeleri yaşamış ülkelerin finansal krizlerin oluşumundaki ortak noktalarının tespitini yapmaktır. Bu bağlamda seçilen değişkenlerden yola çıkarak Türkiye örneğinde yaşanan finansal krizlerin makroekonomik performans üzerindeki etkilerini ortaya koymak için bir logit ve probit analizi yapılmıştır.

Yapılan analizlerde makroekonomik performans göstergeleri olarak ekonomik büyüme, istihdam ve dış ticarete ilişkin değişkenler kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan modellerde 1981-2012 dönemine ait yıllık veriler kullanılmıştır. Başlangıç yılı olarak 1981 yılının seçilme nedeni, 1980 yılında alınan kararlarla Türkiye ekonomisinde yapısal bir dönüşümün başlamış olması ve

analizlerde kullanılan değişkenlere (işsizlik, reel kur) ilişkin sağlıklı/güvenilir veri setine ancak bu yıldan itibaren ulaşılabilmektedir.

3.3.2. Veri Seti ve Yöntem

3.3.2.1. Veri Seti

Bu çalışmada yurtiçi ve yurtdışı literatür taraması yapılarak ulusal ölçekte TCMB, DPT, TÜİK, Hazine Müsteşarlığı'nın veri tabanlarından, uluslararası ölçekte ise IMF ve Dünya Bankası'nın veri tabanlarından yararlanılmıştır. Analizlerde kullanılan değişkenler literatüre sadık kalınarak kriz göstergeleri olarak kabul edilen finansal ve reel göstergelerden seçilmiştir. Analizlerde STATA.11 paket programından yararlanılmıştır. Miktar, fiyat gibi değişkenlerin durağan olmama problemini gidermek için, farklı zaman dilimlerine göre mukayese edebilmeyi kolaylaştırdığı için ve mevsimsel etkilere maruz kalma ihtimali olan verileri bu durumdan arındırmak için veri setinde yer alan değişkenler yüzde değişim oranı olarak ifade edilmiştir. Kaminsky vd. (1998) ampirik çalışmalarda kullanılan değişkenleri kategorize etmişlerdir (Tablo-8).

Tablo-8'de görüldüğü üzere finansal krizlere ilişkin ampirik çalışmalarda kullanılan ve anlamlı sonuçlar veren değişkenler sadece ekonomik temelli olmayıp aynı zamanda kurumsal, yapısal ve politik değişkenlerden de oluşmaktadır. Diğer taraftan ekonomik temelli değişkenlerde kendi içerisinde kategorize edilmiştir.

Tablo- 8: Finansal Kriz Ampirik Literatürüne İlişkin Temel Göstergeler

Kategori	Değişkenler
Sermaye hesabı	Uluslararası rezervler Sermaye akımları Kısa vadeli sermaye akımları Doğrudan yabancı yatırımlar Yurtiçi ve yurtdışı faiz oranı farkı
Borç profili	Kamu dış borcu Toplam dış borç Kısa vadeli borç Borç servisi Dış yardımlar
Cari işlemler hesabı	Reel döviz kuru Cari işlemler dengesi Ticari denge İhracat İthalat Ticaret haddi İhraç fiyatları Tasarruflar Yatırım
Uluslararası değişkenler	Dış reel GSYH büyümesi Faiz oranları Fiyat seviyesi
Finansal liberalizasyon	Kredi büyümesi Para çarpanındaki değişme Reel faiz oranları Borçlanma faizi ve mevduat faizi farkı
Diğer finansal değişkenler	Bankacılık sistemine merkez bankası tarafından kullanılan krediler Para arzı ve talebi arasındaki fark Parasal büyüme Tahvil gelirleri Yurtiçi enflasyon Gölge döviz kuru M2/rezervler
Reel sektör	Reel GSYH büyümesi Çıktı Çıktı açığı İstihdam/işsizlik Ücretler Hisse senedi fiyatlarındaki değişimler
Mali değişkenler	Bütçe açığı Hükümet harcamaları Kamu sektörüne kullanılan krediler
Kurumsal/yapısal faktörler	Açıklık Döviz kontrolleri Finansal liberalizasyon Bankacılık krizleri Ticaret yoğunlaşması
Politik değişkenler	Hükümetin kazanması/hükümetin kaybetmesi

Kaynak: Kaminsky vd., 1998: 9-10.

Bu çalışmada kullanılan değişkenler ise Tablo-9’da gösterilmiştir.

Tablo- 9: Analizlerde Kullanılan Değişkenler

Değişkenin Sembolü	Açıklaması
GDP	GSYH (Yıllık Artış Hızı)
UNE	İşsizlik Oranı
EXPORT	İhracattaki % değişme
EXCRATE	Reel Döviz Kurundaki % Değişme
DOM	Yurtiçi Kredilerdeki % Değişme
M2R	M2 Para Arzı/Toplam Rezervler
INTRATE	Mevduat Faiz Oranları
CRS	Finansal Kriz (Var=1, Yok=0)
SHDEBT	Kısa Vadeli Borçlar/ Toplam Rezervler
M2CH	M2 Para Arzındaki % Değişme

Tablo-9’da gösterilen değişkenlerin modellere dahil edilme gerekçelerine ilişkin açıklayıcı bilgiler şu şekildedir:

GDP: Finansal krizlerin reel etkilerinin en açık bir şekilde hissedildiği gösterge ekonomik büyüme oranları olmaktadır. Finansal krizlerin maliyeti büyük ölçüde çıktı kayıpları ile ifade edilmeye çalışılmaktadır. Bu bakımdan reel GSYH’deki % değişmeyi ifade eden GDP değişkeni modelin birinci bağımlı değişkenidir.

UNE: Finansal krizlerin üzerindeki etkilerini ayırtırmaya çalıştığımız bir diğer değişken işsizlik oranıdır. Kriz dönemlerinde veya kriz sonrası dönemlerde işsizlik oranlarında bir sıçrama yaşanması muhtemeldir. Bu sebeple modelin bir diğer bağımlı değişkeni işsizlik oranlarıdır.

EXPORT: Yaşanan finansal kriz tecrübelerinden hareketle döviz kurlarında yaşanan bir değişim etkisini en çok dış ticaret göstergeleri üzerinde hissettirmektedir. Örneğin ulusal paranın aşırı değerlenmesi nedeniyle kriz öncesi dönemlerde ihracatta bir azalma görülmesi muhtemeldir. Bu nedenle ihracat değerleri finansal krizler açısından önemli bir değişken olarak değerlendirilebilir. İhracat değişkeni modelin bir diğer bağımlı değişkenidir.

EXCRATE: Kriz dönemlerinde döviz kurlarında önemli bir artışın yaşandığı ve milli paranın değer yitirdiği gözlenmektedir. Orijini itibariyle parasal krizlerin

ulusal paranın aşırı değer kaybetmesi ekseninde değerlendirildiğinde döviz krizi olarak tanımlanması bu değişkeni modellere dahil etmemizi gerekli kılmıştır. Modelde TCMB tarafından hesaplanan TÜFE bazlı reel efektif döviz kuru endeksi kullanılmıştır. Bu endeks Türkiye'deki fiyat düzeyinin dış ticaret yaptığımız ülkelerin fiyat düzeylerine oranının ağırlıklı geometrik ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. Reel efektif kurda yaşanan bir atış TL'nin reel olarak değer kazandığını ifade etmektedir.

DOM: Finansal liberalizasyonun derecesini ölçen değişkenlerden birisidir. Finansal liberalizasyon bünyesinde aşırı risk unsurunu barındırdığından bankacılık sektöründeki kırılganlığı artırabilmektedir. Bu değişken ayrıca bankacılık sektöründeki genişlemenin boyutlarını göstermektedir. Kriz öncesi dönemlerde özellikle merkez bankasının zora düşen bankalara verdiği likidite kaynaklı kredilerde artışlar görülmesi ilgili değişkenin modele dahil edilmesini gerekli kılmıştır.

M2R: M2 para arzının toplam rezervlere oranı bankacılık sistemi yükümlülüklerinin ne kadarının uluslararası rezervlerden karşılandığını ve spekülative bir saldırı anında merkez bankasının bu talepleri karşılama yeteneğini göstermektedir. Panik durumunda mevduat sahiplerinin mevduatlarını dövizle dönüştürmek istemeleri merkez bankasının döviz rezervlerini azaltacağı ve bu durumun kura karşı bir spekülative saldırıyı tetikleyebileceği düşünüldüğünde bu değişken krizler açısından önem arz etmektedir.

INTRATE: Faiz oranı, finansal liberalizasyonu temsil eden bir göstergedir. Finansal liberalizasyonun yüksek reel faizlere yol açma eğiliminde olduğu bilinmektedir. Eğer bankalar kredi faiz oranlarını yeterince çabuk yükseltmezlerse yüksek ve kısa vadeli reel faiz oranları banka bilançolarını olumsuz etkileyebilmektedir. Reel faiz oranlarında yükselme, finansal sektör dışındaki özel sektörü, özellikle de yüksek oranda borçlu olan şirketleri olumsuz etkilemektedir. Yüksek reel faizler, likidite darlığından, spekülative bir ataktan veya kriz beklentilerinden kaynaklanabilmektedir.

CRS: Finansal kriz değişkeni analize konu olan dönemde krizin yaşandığı yıllar için (1), krizin olmadığı yıllar için (0) değeri verilerek tanımlanmıştır.

SHDEBT: Kısa vadeli dış borçların, toplam rezervlere oranında yaşanacak bir artış, finansal kırılganlığı artırıcı bir etken olarak değerlendirildiğinden krizlere ilişkin analizlerde sıkça kullanılan değişkenlerden bir tanesidir.

M2CH: Vadesiz mevduatlara ek olarak vadeli mevduatları da bünyesinde barındıran M2 para arzı kriz dönemlerinde vadeli mevduatlarda yaşanabilecek bir daralmanın gözlenebilmesi açısından önemli bir değişken olarak değerlendirilebilir.

Analizlere konu olan her bir modelde farklı değişkenler kullanılmıştır. Bunun sebebi bazı değişkenlerin bağımlı değişken ile olan kuramsal ilişkisinin daha yoğun bazılarının ise daha az olmasından kaynaklanmaktadır.

3.3.2.2. Analiz Yöntemi

Bu çalışmada finansal krizlerin Türkiye ekonomisi üzerine etkilerini analiz edebilmek için bir logit-probit modelinden yararlanılmıştır. Bu kapsamda ekonomik büyüme, istihdam ve dış ticaret göstergelerinin bağımlı değişken olarak ele alındığı ve finansal kriz göstergesi olarak literatürde tanımlanan göstergelerin bağımsız değişkenler olarak ele alındığı üç model ekseninde analizler yapılmıştır.

Seçilmiş değişkenlerin krizlerin etkilerini açıklama ve göstergelerin finansal baskı oluşturup oluşturmadığına ilişkin sinyal verme yetisine bağlı olarak çeşitli modeller kullanılmaktadır. Literatürde bu modeller iki çıktılı modeller olarak bilinmektedir. İki çıktılı (uçlu) modellerde bağımlı değişken iki farklı değer alabilmektedir. Seçilen durum, karar veya diğer nitel bir yapı için alınabilecek sonuç 0 veya 1 değerini alabilmektedir.

$$y = \begin{cases} 0 & \text{yok} \\ 1 & \text{var} \end{cases} \quad (5)$$

İki çıktılı modeller $y=1$ olasılığını bağımlı değişkenin bir fonksiyonu olarak tahmin etmeye çalışmaktadır.

$$p = pr[y = 1|x] = F(x'\beta) \quad (6)$$

İki uçlu bir bağımlı değişkenin davranışını açıklayabilmek için yani $F(x'\beta)$ formuna ilişkin üç ayrı model mevcuttur. Bunlar doğrusal olasılık modelleri, logit ve probit modelleridir.

Doğrusal olasılık modelinde $F(x'\beta) = x'\beta$ şeklindedir.

$$p = pr[y = 1|x] = x'\beta \quad (7)$$

Doğrusal olasılık modeliyle ilgili tek problem tahmin edilen olasılıkların 0 ve 1 aralığında sınırlı olmamasıdır. Bu yüzden iki çıktılı modellerde doğrusal olasılık modelleri çok fazla tercih edilmemektedir.

Birikimli dağılım fonksiyonu modellerinden lojistik fonksiyonu kullanan modeller logit modeller olarak adlandırılmaktadır. Logit modeller, doğrusal fonksiyonlar ailesinin bir üyesi olup logit çözümleme, kategorik bağımlı değişkenler için yorumlanabilir bir doğrusal model sağlamaktadır. Logit çözümlemenin model varsayımları, regresyon çözümlemesi ya da diskriminant çözümlemenin varsayımları kadar kesin olmamakla birlikte doğrusal regresyon modelleriyle ya da tek yönlü varyans çözümlemesi için genel doğrusal modellerle benzeşmektedir. Aradaki tek fark yanıt değişkeninin logit olması yani, ölçülebilen bir değişken olmamasıdır. Logit modellerde en az iki kategorili bir yanıt değişkeni ile en az bir tane bağımsız değişken vardır. Logaritmik doğrusal modelde, değişkenlerden biri yanıt değişkeni gibi kullanılarak logit modele çevrilebilmektedir (Demaris, 1992: 230).

İki veya daha fazla dummy (kukla) değişkenin koşullu ilişkisini analiz etmek için geliştirilen modeller ise log-lineer modeller olarak adlandırılmaktadır. Log-lineer modeller sayesinde, değişkenlerin oluşturduğu bileşik dağılımını, iki veya daha fazla değişkenin birbirine bağımlı olup olmadığını ve iki veya daha fazla değişken arasındaki ilişkiyi neden-sonuç ilişkisine dayandırmaksızın test etmek mümkündür (Özdamar, 1999: 449-450).

Logit modeller, genelleştirilmiş doğrusal modelin belirli koşullar altında oluşturulmuş özel durumlarıdır. Bu durumda yapılacak olan çalışmada, eğer bağımsız değişkenlerin bazıları sürekli veya uygun (ilgili) sınıflar içine ayrıştırılamazsa, o zaman log-lineer analiz yerine lojistik regresyon kullanılmalıdır. Aynı zamanda eğer değişkenlerin bazıları bağımlı olarak ele alınırsa o zaman logit model uygundur. Böyle bir durumda 0 ile 1 arasında kalma koşulunu sağlayabilmek için logit modelin uygulanması önerilmektedir (Gujarati, 1999: 555). Logit model, bağımlı değişkenin tahmini değerlerini olasılık olarak hesaplayarak olasılık

kurallarına uygun sınıflama yapma imkanı veren, tablolaştırılmış ya da ham veri setlerini analiz eden bir istatistiksel yöntemdir (Özdamar, 1999: 476).

Logit model, bağımsız değişken değeri sonsuza gittiği zaman, bağımlı değişkenin 1'e asimptot olduğu matematiksel bir fonksiyondur. Lojistik regresyon analizi bağımlı değişkenin gölge değişken olarak tanımlandığı durumlarda sıklıkla kullanılan ve açıklayıcı değişkenlere göre bağımlı değişkenin beklenen değerinin olasılık olarak elde edildiği bir regresyon yöntemidir.

Lojistik fonksiyonunun birikimli dağılımı olarak ifade edilen logit modellerin gösterimi şu şekildedir:

$$F(x'\beta) = \Lambda(x'\beta) = \frac{e^{x'\beta}}{1 + e^{x'\beta}} = \frac{\exp(x'\beta)}{1 + \exp(x'\beta)} \quad (8)$$

X hangi değerleri alırsa alsın fonksiyondaki eksponansiyel terim daima pozitif olacağı için fonksiyonun alt sınırı da 0 olur. Logit dağılım fonksiyonu değişkeni $-\infty$ ile $+\infty$ arasında değer aldıkça fonksiyon 0 ile 1 arasında değerler alacak ve değişkenler arasındaki ilişki doğrusal olmamaktadır. Böylece değişkenler arasındaki ilişkinin doğrusal olmama şartları yerine gelmiş olmaktadır. Logit modelde fonksiyonun belirlenmesi için ilgili parametreler en küçük kareler yöntemi ile doğrudan tahmin edilememektedir. (8) no'lu model, ilgili parametrelere göre çözülerek modelin tahmini için Y'nin beklenen değeri, iki tercihten (0 veya 1) birinin (1 olarak tanımlanan tercihin) seçilme olasılığı olarak belirtilmektedir (Kleinbaum vd., 1988: 657).

İki uçlu bağımlı bir değişkenin davranışını açıklamada tek kullanılan yöntem logit modelinin kullandığı lojistik fonksiyonlar değildir. Lojistik fonksiyonların yerine normal birikimli dağılım fonksiyonunun kullanıldığı modeller probit modeller veya normit modeller olarak adlandırılmaktadır. Probit modellerde $F(x'\beta)$ standart normal dağılım fonksiyonunun birikimli dağılımı olarak tanımlanmaktadır. Basit bir probit modeli şu şekilde ifade edilir:

$$F(x'\beta) = \Phi(x'\beta) = \int_{-\infty}^{x'\beta} \phi(z) dz \quad (9)$$

Probit modellerde de tahmini olasılık değerleri 0 ve 1 ile sınırlıdır. Hem probit hem de logit modeller maksimum olabilirlik (maximum loglikelihood) metodu ile tahmin edilmektedir. Her iki model de bağımsız değişkenlerde yaşanan bir artış

veya azalışın $y=1$ olma olasılığı üzerindeki etkisinin ayrıştırılmasını sağlamaktadır. Logit ve probit modeller sadece katsayının işaretini (yönünü) belirtmeye yararken katsayının büyüklüğü veya küçüklüğüyle ilgilenmemektedir. Her modelin farklı bir ölçeği olduğundan katsayıların büyüklüğü modellerin gösteriminde veya karşılaştırılmasında kullanılmamaktadır. İlgili katsayılar F fonksiyonunun farklı formlarından ötürü her bir modelde farklı değerler almaktadır. Bu yüzden farklı modellere ait katsayı büyüklüklerini karşılaştırmak doğru değildir. Modellerin katsayıları arasındaki farklılıklar şu şekilde ayrıştırılabilir:

$$\beta_{\text{logit}} \cong 4\beta_{\text{OLS}}, \quad \beta_{\text{probit}} \cong 2.5\beta_{\text{OLS}}, \quad \beta_{\text{logit}} \cong 1.6\beta_{\text{probit}} \quad (10)$$

Logit ve probit analizlerinde katsayıların gösteriminden başka marjinal etkileri göstermek de mümkündür. Marjinal etkiler bağımsız değişkenlerde meydana gelen biri birimlik değişimin $y=1$ olabilirliği üzerindeki etkisini ifade etmektedir. Logit modellerde marjinal etkiler şu denklem yardımıyla hesaplanır:

$$\partial p / \partial x_j = \Lambda(x'\beta)[1 - \Lambda(x'\beta)]\beta_j = \frac{e^{x'\beta}}{(1 + e^{x'\beta})^2} \beta_j \quad (11)$$

Probit modellerde marjinal etkilerin hesaplanması için geliştirilen denklem ise şu şekildedir:

$$\partial p / \partial x_j = \Phi(x'\beta)\beta_j \quad (12)$$

Her iki modelde de marjinal etkiler, bağımsız değişkenlerdeki bir artış veya azalışın $y=1$ olasılığı üzerindeki etkisini % cinsinden göstermektedir. Kukla bağımsız değişkenler için marjinal etkiler taban gösterimde yapılırken ($x=0$), sürekli değişkenlerde x 'teki bir birimlik değişim cinsinden yapılmaktadır. Her iki modelde de benzer marjinal etkiler ortaya çıkmaktadır.

Logit ve probit modelleri nitel olarak benzer sonuçlar verse de iki modelin tahmin edilen ana kütle katsayıları doğrudan karşılaştırılamamaktadır (Hanushek ve Jackson, 1977: 189). Ancak anakütle katsayısının logit tahmini 0,625 ile çarpıldığında aynı ana kütle katsayısının probit ile tahmin edilen sonucuna çok yakın bir değer bulunmaktadır (Amemiya, 1981: 481).

Doğrusal bir regresyon modelinde bir açıklayıcı değişkenin eğim katsayısı, o değişkenin değerindeki bir birim değişmeye karşılık bağımlı değişkenin ortalama değerinde meydana gelecek etkiyi ölçer. Logit ve probit modeller ise bir olayın

gerçekleşme olasılığıyla ilgilendiklerinden eğitim katsayılarının yorumlanmasında son derece titiz davranmak gerekmektedir. Logit ve probit modellerde eğitim katsayısı açıklayıcı değişkenin değerindeki bir birim değişmeye karşılık bir olayın gerçekleşmesi olasılığındaki değişmeyi doğrudan ölçmektedir. Logit modelde olasılıktaki değişme oranı $\beta_j P_i(1 - P_i)$ 'dir. Burada β_j , j'inci açıklayıcı değişkenin katsayısıdır. Probit modellerde olasılıktaki değişme oranı ise nispeten daha karmaşıktır.

Yukarıda belirtilen değişkenler kapsamında çalışmamızda küresel krizin Türkiye Ekonomisi üzerine etkileri makro göstergeler dikkate alınarak analiz edilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda analizlerde aşağıdaki tahmin modellerinden yararlanılmıştır:

$$\text{Model 1A: } GDP = \beta_0 + \beta_1 DOM + \beta_2 INTRATE + \beta_3 EXCRATE + u_i$$

$$\text{Model 1B: } GDP = \beta_0 + \beta_1 M2R + \beta_2 M2CH + \beta_3 EXPORT + \beta_4 SHDEBT + u_i$$

$$\text{Model 2: } UNE = \beta_0 + \beta_1 M2R + \beta_2 EXPORT + \beta_3 DOM + \beta_4 INTRATE + \beta_5 EXCRATE + \beta_6 CRS + u_i$$

$$\text{Model 3: } EXPORT = \beta_0 + \beta_1 M2R + \beta_2 DOM + \beta_3 INTRATE + \beta_4 EXCRATE + \beta_5 CRS + u_i$$

Ekonomik büyüme oranının bağımlı değişken olarak alındığı Model-1 kendi içinde Model-1A ve Model-1B şeklinde iki alt modele ayrıştırılmıştır.

3.4. Logit-Probit Analizi Uygulaması: Türkiye Örneği

Bu çalışmada finansal kriz ve finansal kriz değişkenlerinin büyüme, istihdam ve dış ticaret üzerindeki etkileri logit ve probit modeller yardımıyla analiz edilmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkenlerine ilişkin büyümenin pozitif olduğu, işsizlik oranında önemli bir artışın olmadığı ve ihracat düzeyinin artış gösterdiği yıllar (0), negatif büyümenin yaşandığı, işsizlik oranının önemli bir artış gösterdiği ve ihracat düzeyinin azaldığı yıllar ise (1) değeri ile tanımlanmıştır. Diğer taraftan bağımsız değişken kategorisinde yer alan finansal kriz göstergesi ise krizin yaşandığı yıllar için (1), yaşanmadığı yıllar için (0) değeri verilerek tanımlanmıştır. Yine büyüme ve istihdama ilişkin analizlerin yapıldığı Model-1 ve Model-2'ye ilişkin analizlerde ihracat değişkeni kukla değişken olarak tanımlanmış ve ihracatın artış gösterdiği yıllar (0), azalış gösterdiği yıllar ise (1) değeriyle tanımlanmıştır.

3.4.1. Model-1 Analiz Sonuçları

GDP'nin bağımlı değişken olarak alındığı büyümeye ilişkin analizlerde ilgili dönem aralığında GDP değişkeninin değeri negatif büyümenin (küçülmenin) yaşandığı yıllar için (1), pozitif büyümenin yaşandığı yıllar için ise (0) olarak tanımlanmıştır. Model-1'e ilişkin analizlerde istatistiki yanılgıları önlemek ve modelin daha anlamlı sonuçlar verebilmesi için yukarıda da ifade edildiği üzere ikili bir model oluşturulmuştur.

Model-1A ve Model-1B'ye ilişkin analizlerde kullanılan değişkenlerin özet istatistikleri Tablo-10'da bütünleşik olarak gösterilmiştir.

Tablo- 10: Model-1 Özet İstatistikler

Değişken	Gözlem	Ortalama	Std. Hata	Min	Max
gdp	32	0.125	0.3360108	0	1
dom	32	55.58844	35.54547	8.78	133.71
intrate	32	47.10188	22.92322	14.22	87.79
excrate	32	1.05	10.76095	-23.87	24.85
m2r	32	4.86125	1.234388	3	7.25
m2ch	32	56.83063	35.29561	10.42	144.8
export	32	0.15625	0.368902	0	1
shdebt	32	111.525	49.63585	56.41	236.2

Tablo-10 incelendiğinde ortalama değeri en yüksek seyreden değişkenler sırasıyla M2 para arzındaki değişme (m2ch), yurtiçi kredi genişlemesi (dom) ve mevduat faiz oranları (intrate) değişkenlerdir. İlgili dönem aralığında ihracat (export) kukla değişken olarak tanımlanmıştır. İhracatta yaşanan pozitif yönlü değişimler için (0), negatif yönlü değişimler ise (1) değeri verilmiştir.

GDP'nin aldığı değerlerin frekans dağılımı Tablo-11'de gösterilmiştir. Tablo-11'de gösterildiği üzere 1981-2012 dönem aralığında 4 dönemde negatif büyüme gerçekleşmiştir. Bunlar 1994, 1999, 2001 ve 2009 dönemleridir.

Tablo- 11: GDP Frekans Dağılımı

GDP	Frekans	Yüzde	Toplam
0	28	87.50	87.50
1	4	12.50	100.00
Toplam	32	100.00	

İki uçlu modellemenin söz konusu olduğu analizlerde en küçük kareler yöntemi ile basit regresyon modelleri fazla tercih edilmemektedir. Ancak yine de bu çalışmada model sonuçlarının karşılaştırılabilmesi bakımından OLS (en küçük kareler yöntemi) sonuçları da gösterilmiştir.

Tablo-12’de Model-1A’ya ilişkin regresyon analizi sonuçları verilmiştir.

Tablo- 12: Model-1A Regresyon Analizi Sonuçları

Source	SS	df	MS	Number of obs =	32
Model	.963305246	3	.321101749	F(3, 28) =	3.54
Residual	2.53669475	28	.090596241	Prob > F =	0.0271
				R-squared =	0.2752
				Adj R-squared =	0.1976
Total	3.5	31	.112903226	Root MSE =	.30099

gdp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
dom	.0001804	.0035061	0.05	0.959	-.0070015 .0073623
intrate	.0035972	.0054505	0.66	0.515	-.0075677 .0147621
excrate	-.0136457	.005104	-2.67	0.012	-.0241008 -.0031906
_cons	-.0401354	.1293685	-0.31	0.759	-.3051348 .224864

Tablo-12’deki regresyon analizi sonuçlarına göre F istatistik değeri 3.54 olarak hesaplanmıştır. Bu sonuç Model-1A’nın anlamlı olduğunu göstermektedir (Prob>F=0,00271). Model-1A’ya ilişkin analiz sonuçlarına göre reel kurdaki bir birimlik artış büyüme oranının 0.014 birim azalmasına neden olmaktadır. Diğer değişkenler olan yurttiçi kredilerdeki ve faiz oranlarındaki bir birimlik artışlar ise sırasıyla büyüme oranının 0.0002 ve 0.004 artmasına neden olmaktadır. Modelin R² değeri yaklaşık 0.28 olarak hesaplanmıştır. Bu da doğrusal regresyon modeli sonuçlarına göre açıklayıcı değişkenlerin açıklanan değişken olan büyüme oranının

% 28'ini açıklama kabiliyetine sahip olduğunu göstermektedir. Modelin sabit katsayısı ise -0.04 olarak hesaplanmıştır.

Model-1A için yapılan logit ve probit analiz sonuçları ise Tablo-13 ve Tablo 14'te gösterilmiştir.

Tablo- 13: Model-1A Probit Analiz Sonuçları

Probit regression	Number of obs	=	32
	LR chi2(3)	=	8.35
	Prob > chi2	=	0.0392
Log likelihood = -7.8797755	Pseudo R2	=	0.3464

gdp	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
dom	.009095	.0224988	0.40	0.686	-.0350018	.0531918
intrate	.0065075	.0347641	0.19	0.852	-.0616289	.0746439
excrate	-.082155	.0416604	-1.97	0.049	-.1638079	-.0005022
_cons	-2.295523	.9109453	-2.52	0.012	-4.080943	-.5101029

Tablo- 14: Model-1A Logit Analiz Sonuçları

Logistic regression	Number of obs	=	32
	LR chi2(3)	=	8.43
	Prob > chi2	=	0.0379
Log likelihood = -7.842112	Pseudo R2	=	0.3496

gdp	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
dom	.0161227	.0396178	0.41	0.684	-.0615267	.0937721
intrate	.0125148	.0675468	0.19	0.853	-.1198745	.1449042
excrate	-.1448858	.078899	-1.84	0.066	-.299525	.0097534
_cons	-4.15962	1.937889	-2.15	0.032	-7.957812	-.3614278

Tablo-13 ve Tablo-14'teki logit ve probit analiz sonuçlarına göre model bir bütün olarak anlamlıdır (Probit; Prob>chi²= 0.00392 ve Logit; Prob>chi²= 0.00379). Probit ve logit analizlerinde katsayıların büyüklüğünden ziyade bağımsız değişkenler

Tablo- 16: Model-1A Probit Marjinal Etki Analiz Sonuçları

Average marginal effects
 Model VCE : OIM
 Number of obs = 32
 Expression : Pr(gdp), predict()
 dy/dx w.r.t. : dom intrate excrate

	Delta-method				[95% Conf. Interval]	
	dy/dx	Std. Err.	z	P> z		
dom	.0012348	.0030465	0.41	0.685	-.0047363	.0072059
intrate	.0008835	.0047109	0.19	0.851	-.0083498	.0101168
excrate	-.011154	.0049281	-2.26	0.024	-.0208128	-.0014951

Tablo-16'daki probit analizine ilişkin marjinal etki sonuçları da logit sonuçlarına yakın değerler almıştır. Bu çerçevede yine reel kurlardaki bir birimlik artış büyümenin negatif gerçekleşme olasılığını 0.011 birim arttırırken yurtiçi krediler ve faiz oranlarındaki bir birimlik artışlar ise sırasıyla büyümenin pozitif gerçekleşme ihtimalini 0.0012 ve 0.0009 birim artırmaktadır.

Logit ve probit analizleri çerçevesinde verilerin sınıflandırılması yapılmıştır (Tablo-17).

Tablo- 17: Model-1A Verilerin Sınıflandırılması

Logistic model for gdp

Classified	True		Total
	D	~D	
+	2	0	2
-	2	28	30
Total	4	28	32

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$
 True D defined as $\text{gdp} \neq 0$

Sensitivity	$\Pr(+ D)$	50.00%
Specificity	$\Pr(- \sim D)$	100.00%
Positive predictive value	$\Pr(D +)$	100.00%
Negative predictive value	$\Pr(\sim D -)$	93.33%
False + rate for true ~D	$\Pr(+ \sim D)$	0.00%
False - rate for true D	$\Pr(- D)$	50.00%
False + rate for classified +	$\Pr(\sim D +)$	0.00%
False - rate for classified -	$\Pr(D -)$	6.67%
Correctly classified		93.75%

Probit model for gdp

Classified	True		Total
	D	~D	
+	2	0	2
-	2	28	30
Total	4	28	32

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$
 True D defined as $\text{gdp} \neq 0$

Sensitivity	$\Pr(+ D)$	50.00%
Specificity	$\Pr(- \sim D)$	100.00%
Positive predictive value	$\Pr(D +)$	100.00%
Negative predictive value	$\Pr(\sim D -)$	93.33%
False + rate for true ~D	$\Pr(+ \sim D)$	0.00%
False - rate for true D	$\Pr(- D)$	50.00%
False + rate for classified +	$\Pr(\sim D +)$	0.00%
False - rate for classified -	$\Pr(D -)$	6.67%
Correctly classified		93.75%

Tablo-17'deki analiz sonuçları, hem logit hem de probit modellerinin analizlerde kullanılan verilerin % 93,75'ini doğru bir şekilde sınıflandırdığına işaret etmektedir.

Model-1B olarak tanımlanan büyümeye ilişkin ikinci modelin regresyon analiz sonuçları Tablo-18'de gösterilmiştir.

Tablo- 18: Model-1B Regresyon Analiz Sonuçları

Source	SS	df	MS	Number of obs = 32		
Model	1.09064466	4	.272661165	F(4, 27) = 3.06		
Residual	2.40935534	27	.089235383	Prob > F = 0.0337		
Total	3.5	31	.112903226	R-squared = 0.3116		
				Adj R-squared = 0.2096		
				Root MSE = .29872		

gdp	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
m2r	-.0261379	.0636077	-0.41	0.684	-.1566502	.1043743
m2ch	.0039454	.0016128	2.45	0.021	.0006362	.0072546
export	.3393886	.147658	2.30	0.030	.0364195	.6423578
shdebt	-.0013433	.0016365	-0.82	0.419	-.0047012	.0020145
_cons	.1246293	.2337023	0.53	0.598	-.3548881	.6041467

Tablo-18'deki regresyon analizi sonuçlarına göre F istatistik değeri 3,06 çıkmıştır (Prob>F=0,0337). Bu sonuç Model-1B'nin anlamlı olduğunu göstermektedir. Model-1B'ye ilişkin analiz sonuçlarına göre M2/Toplam rezervlerdeki ve kısa vadeli borçlar/toplam rezervlerdeki bir birimlik artış büyüme oranının sırasıyla 0.026 ve 0.001 azalmasına neden olmaktadır. M2 para arzındaki ve ihracat düzeyindeki bir birimlik artış ise sırasıyla büyüme oranının 0.004 ve 0.34 birim artmasına neden olmaktadır. Modelin R^2 değeri yaklaşık 0.31 olarak hesaplanmıştır. Bu da modelin açıklayıcı değişkenlerinin açıklanan değişken olan büyüme oranının % 31'ini açıklama kabiliyetine sahip olduğunu göstermektedir. Modelin sabit katsayısı ise yaklaşık -0.12 olarak hesaplanmıştır.

Model-1B'ye ilişkin logit ve probit analiz sonuçları Tablo-19 ve Tablo-20'de gösterilmiştir.

Tablo- 19: Model-1B Probit Analiz Sonuçları

Probit regression	Number of obs	=	32
	LR chi2(4)	=	11.00
	Prob > chi2	=	0.0265
Log likelihood = -6.5545064	Pseudo R2	=	0.4564

gdp	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
m2r	.0222615	.4826065	0.05	0.963	-.9236299 .9681529
m2ch	.0364685	.0250032	1.46	0.145	-.0125369 .0854739
export	2.056299	1.147654	1.79	0.073	-.193062 4.30566
shdebt	-.0369965	.0432821	-0.85	0.393	-.1218279 .0478349
_cons	-.9073839	3.098825	-0.29	0.770	-6.98097 5.166202

Tablo- 20: Model-1B Logit Analiz Sonuçları

Logistic regression	Number of obs	=	32
	LR chi2(4)	=	10.69
	Prob > chi2	=	0.0303
Log likelihood = -6.7109093	Pseudo R2	=	0.4434

gdp	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
m2r	.0921323	.7977611	0.12	0.908	-1.471451 1.655715
m2ch	.0637132	.0407682	1.56	0.118	-.016191 .1436175
export	3.446355	1.991097	1.73	0.083	-.4561238 7.348835
shdebt	-.0650591	.0692615	-0.94	0.348	-.2008091 .0706909
_cons	-1.699361	5.225426	-0.33	0.745	-11.94101 8.542285

Tablo-19 ve Tablo-20'deki logit ve probit analiz sonuçlarına göre Model-1B bir bütün olarak anlamlıdır (Probit; $\text{Prob}>\chi^2 = 0.0265$ ve Logit; $\text{Prob}>\chi^2 = 0.0303$). Bu çerçevede her iki analiz sonucu da dikkate alındığında kısa vadeli borçların rezervler içindeki payı ile büyüme oranı arasında negatif yönlü; M2/Rezervler, M2 Para arzındaki değişme ve ihracat ile büyüme arasında pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. İktisat kuramı açısından değerlendirildiğinde Model-1A'daki reel kurun artmasının büyümeyi olumsuz etkilemesi Model-1B'de ihracatın büyümenin önemli bir belirleyicisi olmasıyla yeniden doğrulanmış gözükmemektedir. Modellerle ilişkin R^2

değerleri de sırasıyla (Probit; Pseudo $R^2=0.4564$ ve Logit; Pseudo $R^2=0.4434$) olarak hesaplanmıştır.

Katsayıların büyüklüğüne ilişkin ayrıştırmaların yapıldığı marjinal etki analizi sonuçları Tablo-21 ve Tablo-22’de gösterilmiştir.

Tablo- 21: Model-1B Logit Marjinal Etki Analiz Sonuçları

Average marginal effects
Model VCE : OIM
Number of obs = 32
Expression : Pr(gdp), predict()
dy/dx w.r.t. : m2r m2ch export shdebt

	dy/dx	Delta-method Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
m2r	.0060281	.0523457	0.12	0.908	-.0965675	.1086238
m2ch	.0041687	.0022757	1.83	0.067	-.0002915	.0086289
export	.225491	.0967703	2.33	0.020	.0358247	.4151573
shdebt	-.0042567	.0043639	-0.98	0.329	-.0128098	.0042963

Tablo-21’deki logit analizine ilişkin ortalama marjinal etki sonuçlarına göre kısa vadeli borçların rezervler içindeki payının bir birim artış göstermesi büyümenin negatif değerler alma olasılığını 0.004 birim arttırmaktadır. Diğer taraftan M2/rezervler, M2 para arzı ve ihracattaki bir birimlik artışlar ise büyümenin pozitif gerçekleşme olasılığını sırasıyla 0.006, 0.004 ve 0.225 birim arttırmaktadır.

Tablo- 22: Model-1B Probit Marjinal Etki Analiz Sonuçları

Average marginal effects
Model VCE : OIM
Number of obs = 32
Expression : Pr(gdp), predict()
dy/dx w.r.t. : m2r m2ch export shdebt

	dy/dx	Delta-method Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
m2r	.0024594	.0533779	0.05	0.963	-.1021594	.1070782
m2ch	.004029	.0023052	1.75	0.081	-.0004892	.0085472
export	.2271778	.0869886	2.61	0.009	.0566833	.3976723
shdebt	-.0040873	.004523	-0.90	0.366	-.0129522	.0047776

Tablo-22'deki probit analizine ilişkin marjinal etki sonuçları da logit sonuçlarına yakın değerler almıştır. Bu çerçevede yine kısa vadeli borçlar/rezervler değişkenindeki bir birimlik artış yaşanması halinde büyüme oranının negatif değerler alma olasılığı 0.004 birim artmaktadır. Diğer taraftan M2/rezervler, M2 para arzı ve ihracattaki bir birimlik artışlar ise büyüme oranının pozitif değerler alma olasılığını sırasıyla 0.002, 0.004 ve 0.227 birim artırmaktadır.

Tablo-23'te logit ve probit modellerin analizlerde kullanılan verilerin ne kadarını doğru bir şekilde sınıflandırdıkları gösterilmiştir.

Tablo- 23: Model-1B Verilerin Sınıflandırılması

Logistic model for gdp

Classified	True		Total
	D	~D	
+	1	1	2
-	3	27	30
Total	4	28	32

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$
True D defined as gdp != 0

Sensitivity	$\Pr(+ D)$	25.00%
Specificity	$\Pr(- \sim D)$	96.43%
Positive predictive value	$\Pr(D +)$	50.00%
Negative predictive value	$\Pr(\sim D -)$	90.00%

False + rate for true ~D	$\Pr(+ \sim D)$	3.57%
False - rate for true D	$\Pr(- D)$	75.00%
False + rate for classified +	$\Pr(\sim D +)$	50.00%
False - rate for classified -	$\Pr(D -)$	10.00%

Correctly classified 87.50%

Probit model for gdp

Classified	True		Total
	D	~D	
+	1	1	2
-	3	27	30
Total	4	28	32

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$
True D defined as gdp != 0

Sensitivity	$\Pr(+ D)$	25.00%
Specificity	$\Pr(- \sim D)$	96.43%
Positive predictive value	$\Pr(D +)$	50.00%
Negative predictive value	$\Pr(\sim D -)$	90.00%

False + rate for true ~D	$\Pr(+ \sim D)$	3.57%
False - rate for true D	$\Pr(- D)$	75.00%
False + rate for classified +	$\Pr(\sim D +)$	50.00%
False - rate for classified -	$\Pr(D -)$	10.00%

Correctly classified 87.50%

Tablo-23'te görüldüğü üzere hem logit hem de probit modeller verilerin % 87,50'sini doğru bir şekilde sınıflandırmışlardır.

3.4.2. Model-2 Analiz Sonuçları

Finansal krizlerin etkilerinin reel sektör üzerinde etkisinin hissedildiği bir diğer gösterge istihdam düzeyidir. Bu kapsamda finansal kriz sonrası süreçte krizlerin olumsuz etkisi genellikle işsizlik oranlarının artması şeklinde kendini göstermektedir. İşsizlik oranının bağımlı değişken olarak seçildiği modelde işsizlik oranlarında bir önceki döneme göre önemli bir artışın yaşandığı dönemler ve sıradan dönemler kategorize edilmiştir. Analizde kullanılan değişkenlere ilişkin özet istatistikler Tablo-24'te gösterilmiştir.

Tablo- 24: Model-2 Özet İstatistikler

Değişken	Gözlem	Ortalama	Std. Hata	Min	Max
une	32	0.21875	0.4200134	0	1
m2r	32	4.86125	1.234388	3	7.25
export	32	14.52844	15.15603	-17.94	64.8
dom	32	55.58844	35.54547	8.78	133.71
intrate	32	47.10188	22.92322	14.22	87.79
excrate	32	1.05	10.76095	-23.87	24.85
crs	32	0.15625	0.368902	0	1

Tablo-24'te değişkenlere ilişkin ortalama, standart hata ve ilgili dönem aralığında aldıkları minimum ve maksimum değerler verilmiştir. Ortalama değerleri en yüksek seyreden değişkenler sırasıyla 55.6 değeriyle yurtiçi kredilerdeki % değişme, 47.1 ile faiz oranları ve 14.5 ile ihracattaki % değişme değişkenleridir.

İşsizlik oranlarına ilişkin frekans dağılımı Tablo-25'te gösterilmiştir.

Tablo- 25: İşsizlik Frekans Dağılımı

UNE	Frekans	Yüzde	Toplam
0	25	78.13	78.13
1	7	21.88	100.00
Toplam	32	100.00	

Tablo-25'te görüldüğü üzere 1981-2012 döneminde 7 dönemde işsizlik oranlarında kayda değer bir artış yaşanmış diğer 25 dönemde ise bir önceki döneme göre ya bir azalış ya da istikrarlı bir seyir hakim olmuştur.

Probit ve logit analiz sonuçlarının doğrusal modellerle karşılaştırmasının yapılabilmesi bakımından doğrusal regresyon analizi sonuçları da Tablo-26'da gösterilmiştir.

Tablo- 26: Model-2 Regresyon Analizi Sonuçları

Source	SS	df	MS	Number of obs = 32		
Model	2.68624836	6	.447708061	F(6, 25) = 4.02		
Residual	2.78250164	25	.111300065	Prob > F = 0.0059		
				R-squared = 0.4912		
				Adj R-squared = 0.3691		
Total	5.46875	31	.17641129	Root MSE = .33362		

une	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
m2r	.0586721	.0607242	0.97	0.343	-.0663919	.183736
export	-.0083897	.0046287	-1.81	0.082	-.0179226	.0011433
dom	-.0034918	.004044	-0.86	0.396	-.0118206	.0048369
intrate	.0035258	.006352	0.56	0.584	-.0095565	.016608
excrate	.0045158	.0078735	0.57	0.571	-.0116999	.0207316
crs	.6303494	.2184896	2.89	0.008	.1803616	1.080337
_cons	-.0197805	.3700627	-0.05	0.958	-.7819389	.7423779

Tablo-26'daki regresyon analizi sonuçlarına göre Model-2'nin F istatistiği 4.02 olarak hesaplanmıştır. Buna değer Model-2'nin anlamlı olduğunu göstermektedir (Prob>F=0.0059). Model 2'ye ilişkin analiz sonuçlarına göre ihracattaki ve yurtiçi kredilerdeki bir birimlik artış işsizlik oranının sırasıyla 0.008 ve 0.003 azalmasına neden olacaktır. Diğer değişkenler olan M2'nin toplam rezervler içindeki payındaki, faiz oranlarındaki, reel kurdaki ve kriz olma olasılığındaki bir birimlik artışlar ise sırasıyla işsizlik oranının 0.059, 0.004, 0.005 ve 0.63 artmasına neden olmaktadır. Modelin R² değeri yaklaşık 0.37 olarak hesaplanmıştır. Bu da doğrusal regresyon modeli sonuçlarına göre açıklayıcı değişkenlerin açıklanan değişken olan işsizlik oranının % 37'sini açıklama kabiliyetine sahip olduğunu göstermektedir.

Logit ve probit modellerde R^2 değerinin düşük veya yüksek değerler alması çok önem arz etmemektedir. Nitekim Frankel ve Rose (1996) çalışmasında da R^2 değeri yaklaşık % 20 olarak hesaplanmıştır. Logit ve probit modeller, iki uçlu bağımlı değişken ile birçok açıklayıcı değişken arasındaki olasılık ilişkisini tahmin etmektedir. Tahmin sonuçları hangi değişkenlerin tahmin edici gücü olduğuna ve gelecekte yaşanacak muhtemel krizlerde sinyal gücü olup olmadığına işaret etmektedir.

Tablo-27 ve Tablo-28’de işsizlik oranının bağımlı değişken olarak ele alındığı Model 2’ye ilişkin logit ve probit analiz sonuçları gösterilmiştir.

Tablo- 27: Model-2 Probit Analizi Sonuçları

Probit regression	Number of obs	=	32
	LR chi2(6)	=	18.32
	Prob > chi2	=	0.0055
Log likelihood = -7.6522153	Pseudo R2	=	0.5448

une	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
m2r	.2307671	.4398845	0.52	0.600	-.6313906 1.092925
export	-.0937858	.0605177	-1.55	0.121	-.2123983 .0248268
dom	-.0239151	.0257252	-0.93	0.353	-.0743356 .0265054
intrate	.0242249	.0413846	0.59	0.558	-.0568874 .1053372
excrate	.0412448	.0457967	0.90	0.368	-.0485151 .1310047
crs	2.74058	1.402387	1.95	0.051	-.0080486 5.489208
_cons	-1.485518	2.970623	-0.50	0.617	-7.307832 4.336795

Tablo- 28: Model-2 Logit Analizi Sonuçları

Logistic regression	Number of obs	=	32
	LR chi2(6)	=	18.06
	Prob > chi2	=	0.0061
Log likelihood = -7.7826312	Pseudo R2	=	0.5370

une	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
m2r	.3156653	.806681	0.39	0.696	-1.2654 1.896731
export	-.1645496	.1038343	-1.58	0.113	-.368061 .0389617
dom	-.0402449	.0456012	-0.88	0.377	-.1296217 .0491319
intrate	.0355647	.0713196	0.50	0.618	-.1042191 .1753484
excrate	.0643651	.0772487	0.83	0.405	-.0870395 .2157697
crs	4.630169	2.340048	1.98	0.048	.0437601 9.216578
_cons	-1.905839	5.346746	-0.36	0.722	-12.38527 8.57359

Tablo-27 ve Tablo-28'deki logit ve probit analiz sonuçlarına göre Model-2 bir bütün olarak anlamlıdır (Probit; $\text{Prob}>\chi^2 = 0.0055$ ve Logit; $\text{Prob}>\chi^2 = 0.0061$). Daha önce de belirtildiği gibi probit ve logit analiz sonuçlarının birbirine yakın sonuçlar verdiği görülmektedir. Probit ve logit analizlerinde katsayıların büyüklüğünden ziyade bağımsız değişkenler ile bağımlı değişken arasındaki ilişkilerin yönü ön planda tutulmaktadır. Katsayıların değişimine ilişkin yorumlama daha çok marjinal etki analizleriyle ifade edilmeye çalışılmaktadır. Bu çerçevede Tablo-17'deki her iki analiz sonucu da dikkate alındığında ihracat ve yurtiçi krediler ile işsizlik oranları arasında negatif yönlü; M2'nin toplam rezervler içindeki payı, faiz oranları, reel kur endeksi ve kriz değişkenleri ile pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur. İktisat kuramı açısından değerlendirildiğinde de değişkenler arasındaki ilişkinin yönü analiz sonuçlarıyla birlikte doğrulanmış gözükmemektedir. Modellere ilişkin R^2 değerleri de sırasıyla (Probit; Pseudo $R^2=0.5448$ ve Logit; Pseudo $R^2=0.537$) olarak hesaplanmıştır.

Değişkenlerdeki bir birimlik değişimin işsizlik oranı üzerindeki etkilerinin ayrıştırıldığı Model 2'ye ilişkin marjinal etkiler analiz sonuçları ise Tablo-29 ve Tablo-30'da gösterilmiştir.

Tablo- 29: Model-2 Logit Marjinal Etki Analiz Sonuçları

Average marginal effects
Model VCE : OIM
Number of obs = 32
Expression : Pr(une), predict()
dy/dx w.r.t. : m2r export dom intrate excrate crs

	Delta-method				[95% Conf. Interval]	
	dy/dx	Std. Err.	z	P> z		
m2r	.0232854	.0583249	0.40	0.690	-.0910293	.1376
export	-.0121382	.0066497	-1.83	0.068	-.0251713	.000895
dom	-.0029687	.0031745	-0.94	0.350	-.0091905	.0032531
intrate	.0026235	.0051625	0.51	0.611	-.0074949	.0127418
excrate	.004748	.0054466	0.87	0.383	-.0059271	.015423
crs	.3415493	.1160893	2.94	0.003	.1140185	.56908

Tablo-29'deki logit analizine ilişkin ortalama marjinal etki sonuçlarına göre ihracattaki ve yurtiçi kredilerdeki bir birimlik artış işsizlik oranında önemli bir artış yaşanma olasılığını sırasıyla 0.012 ve 0.003 birim arttırmaktadır. M2/rezervler, faiz oranı, reel kur ve kriz değişkenindeki bir birimlik artış ise işsizlik oranlarının normal seyretme olasılığını sırasıyla 0.023, 0.003, 0.005 ve 0.34 birim arttırmaktadır.

Tablo- 30: Model-2 Probit Marjinal Etki Analiz Sonuçları

Average marginal effects
Model VCE : OIM
Number of obs = 32
Expression : Pr(une), predict()
dy/dx w.r.t. : m2r export dom intrate excrate crs

	dy/dx	Delta-method Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
m2r	.0297587	.0552142	0.54	0.590	-.0784591	.1379765
export	-.0120942	.0068138	-1.77	0.076	-.025449	.0012606
dom	-.003084	.0031147	-0.99	0.322	-.0091887	.0030207
intrate	.0031239	.0051663	0.60	0.545	-.0070018	.0132497
excrate	.0053187	.0055586	0.96	0.339	-.0055759	.0162134
crs	.3534131	.1317137	2.68	0.007	.095259	.6115671

Tablo-30'daki probit analiz sonuçlarına göre de logit sonuçlarına benzer şekilde ihracattaki ve yurtiçi kredilerdeki bir birimlik artış işsizlik oranının önemli bir artış gösterme olasılığını 0.012 ve 0.003 birim arttırmaktadır. Diğer taraftan M2/rezervler, faiz oranı, reel kur ve kriz değişkenlerindeki bir birimlik değişmeler ise işsizlik oranının normal değerlerde seyretme olasılığını sırasıyla 0.03, 0.003, 0.005 ve 0.35 birim arttırmaktadır. Daha önce de belirtildiği gibi logit ve probit modellerde marjinal etki değerleri birbirine yakın çıkmaktadır.

Model-2 için yapılan analizlerde logit ve probit modellerin verilerin % kaçını doğru bir şekilde sınıflandırdıkları Tablo-31'de gösterilmiştir.

Tablo- 31: Model-2 Verilerin Sınıflandırılması

Logistic model for une

Classified	True		Total
	D	~D	
+	5	2	7
-	2	23	25
Total	7	25	32

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$
 True D defined as une != 0

Sensitivity	$\Pr(+ D)$	71.43%
Specificity	$\Pr(- \sim D)$	92.00%
Positive predictive value	$\Pr(D +)$	71.43%
Negative predictive value	$\Pr(\sim D -)$	92.00%
False + rate for true ~D	$\Pr(+ \sim D)$	8.00%
False - rate for true D	$\Pr(- D)$	28.57%
False + rate for classified +	$\Pr(\sim D +)$	28.57%
False - rate for classified -	$\Pr(D -)$	8.00%
Correctly classified		87.50%

Probit model for une

Classified	True		Total
	D	~D	
+	5	2	7
-	2	23	25
Total	7	25	32

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$
 True D defined as une != 0

Sensitivity	$\Pr(+ D)$	71.43%
Specificity	$\Pr(- \sim D)$	92.00%
Positive predictive value	$\Pr(D +)$	71.43%
Negative predictive value	$\Pr(\sim D -)$	92.00%
False + rate for true ~D	$\Pr(+ \sim D)$	8.00%
False - rate for true D	$\Pr(- D)$	28.57%
False + rate for classified +	$\Pr(\sim D +)$	28.57%
False - rate for classified -	$\Pr(D -)$	8.00%
Correctly classified		87.50%

Tablo-31'deki sonuçlara göre hem logit hem de probit modeller analizlerde kullanılan verilerin % 87,5'ini doğru bir şekilde sınıflandırmışlardır.

3.4.3. Model-3 Analiz Sonuçları

Finansal krizlerin reel kesim üzerindeki etkilerinin en çabuk ve kayda değer şekilde hissedildiği bir diğer gösterge ihracat düzeyidir. Finansal kriz sürecinde özellikle kurda yaşanacak değişmelere aşırı duyarlılık gösterebilen ihracat düzeyi finansal kriz sürecinde veya sonrasında negatif yönde değişim gösterebilmektedir. İhracattaki % değişimin bağımlı değişken olarak ele alındığı Model-3'e ilişkin analizlerde kullanılan değişkenler ilişkin özet bilgiler Tablo-32'de gösterilmiştir.

Tablo- 32: Model-3 Özet İstatistikler

Değişken	Gözlem	Ortalama	Std. Hata	Minimum	Maksimum
export	32	0.125	0.3360108	0	1
m2r	32	4.86125	1.234388	3	7.25
dom	32	55.58844	35.54547	8.78	133.71
intrate	32	47.10188	22.92322	14.22	87.79
excrate	32	1.05	10.76095	-23.87	24.85
crs	32	0.15625	0.368902	0	1

Tablo-32'de değişkenlere ilişkin ortalama değerlerler, minimum ve maksimum değerler ve standart hata parametreleri verilmiştir. Analize konu olan dönemde ihracat düzeyinde azalış yaşanan yıllara ilişkin frekans dağılımı Tablo-33'te gösterilmiştir.

Tablo- 33: İhracat Frekans Dağılımı

EXPORT	Frekans	Yüzde	Toplam
0	28	87.50	87.50
1	4	12.50	100.00
Toplam	32	100.00	

Tablo-33 incelendiğinde Türkiye ekonomisinde ele alınan periyot içerisinde 4 dönemde ihracat azalışının ortaya çıktığı tespit edilmiştir. Yaşanan her finansal krizin ihracat düzeyi üzerinde azalış etkisinde olmadığı gözlenmiştir. İhracatçı lehine kur değişimlerinin yaşandığı dönemler (1994 dönemi gibi) her ne kadar bir kriz dönemi olsa da ihracat düzeyinin artış gösterdiği yıllar olmuştur. İhracat azalışının en derin hissedildiği dönem ise 2009 yılı olmuştur.

Tablo-34’te ihracat düzeyinin bağımlı değişken olarak ele alındığı Model-3’e ilişkin regresyon analizi sonuçları verilmiştir.

Tablo- 34: Model-3 Regresyon Analizi Sonuçları

Source	SS	df	MS	Number of obs = 32		
Model	1.46635635	5	.293271269	F(5, 26) =	3.75	
Residual	2.03364365	26	.078217064	Prob > F =	0.0109	
				R-squared =	0.4190	
				Adj R-squared =	0.3072	
Total	3.5	31	.112903226	Root MSE =	.27967	

export	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
m2r	.0225127	.0508703	0.44	0.662	-.0820526	.1270781
dom	-.0020926	.0032762	-0.64	0.529	-.0088269	.0046418
intrate	.0027644	.0051039	0.54	0.593	-.0077268	.0132556
excrate	-.0032322	.0064358	-0.50	0.620	-.0164612	.0099968
crs	.5289461	.1653851	3.20	0.004	.1889921	.8689001
_cons	-.0775821	.2928033	-0.26	0.793	-.6794479	.5242837

Tablo-34’e göre Model-3’e ilişkin F istatistiği değeri 3.75 olarak hesaplanmıştır. Bu çerçevede model bir bütün olarak anlamlıdır (Prob>F=0.0109). Modelin açıklayıcı değişkenlerinin açıklanan değişkeni açıklama kabiliyeti % 42’dir ($R^2=0.42$). Yurtiçi kredilerde ve reel kurda yaşanacak bir birimlik artış ihracatın sırasıyla 0.002 ve 0.003 birim azalmasına neden olmaktadır. Diğer taraftan M2/rezervlerdeki, faiz oranlarındaki ve kriz olasılığındaki bir birimlik artış ise ihracatı sırasıyla 0.023, 0.003 ve 0.53 birim artmasına neden olmaktadır. Burada aydınlığa kavuşturulması gereken husus krizlerin ihracatı neden olumlu yönde etkilediği olabilir. Veri setini oluşturduğumuz 1981-2012 döneminde 1994 ve 1999 dönemleri kriz yılları olmasına karşın ihracat düzeyinde bir azalış yaşanmamıştır. Bu durum yaşanan krizlerin ulusal ölçekte olmasının ve ihracatçı kesimin bu dönemlerde oluşan kur farklılıklarını fırsata dönüştürmelerinin bir sonucu olabilir. Diğer taraftan söz konusu dönemde 2009 yılında yaşanan ihracat daralması oldukça önemlidir. Bu tespit, 2008 krizinin Türkiye ekonomisini 2009 yılında yoğun bir şekilde etkilediğine işaret etmektedir.

Tablo-35 ve Tablo 36’da Model-3’e ilişkin logit ve probit analiz sonuçları verilmiştir.

Tablo- 35: Model-3 Probit Analiz Sonuçları

Probit regression	Number of obs	=	32
	LR chi2(5)	=	11.61
	Prob > chi2	=	0.0405
Log likelihood = -6.2513617	Pseudo R2	=	0.4815

export	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
m2r	.4246524	.6708359	0.63	0.527	-.8901618	1.739467
dom	-.0159061	.0296346	-0.54	0.591	-.0739889	.0421767
intrate	.0175393	.0430316	0.41	0.684	-.0668011	.1018797
excrate	-.0126377	.0518345	-0.24	0.807	-.1142314	.0889561
crs	2.627073	1.470682	1.79	0.074	-.2554112	5.509557
_cons	-4.358936	4.343398	-1.00	0.316	-12.87184	4.153968

Tablo- 36: Model-3 Logit Analiz Sonuçları

Logistic regression	Number of obs	=	32
	LR chi2(5)	=	11.12
	Prob > chi2	=	0.0491
Log likelihood = -6.4970973	Pseudo R2	=	0.4611

export	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
m2r	.8815008	1.283746	0.69	0.492	-1.634595	3.397597
dom	-.0256068	.0529625	-0.48	0.629	-.1294114	.0781978
intrate	.0300557	.0770983	0.39	0.697	-.1210542	.1811656
excrate	-.0207575	.0910309	-0.23	0.820	-.1991748	.1576598
crs	4.731936	2.80432	1.69	0.092	-.7644297	10.2283
_cons	-8.461242	8.379041	-1.01	0.313	-24.88386	7.961377

Tablo-35 ve Tablo-36’daki logit ve probit analiz sonuçlarına göre Model-3 bir bütün olarak anlamlıdır (Probit; Prob>chi²= 0.0405 ve Logit; Prob>chi²= 0.0491). Tablo-35 ve Tablo-36’daki her iki analiz sonucu da dikkate alındığında reel kur ve yurtiçi krediler ile ihracat arasında negatif yönlü; M2’nin toplam rezervler içindeki payı, faiz oranları ve kriz değişkenleri ile pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur.

Tablo-38'deki probit analizi ekseninde marjinal etki değerlerine bakıldığında ise yine yurtiçi krediler ve reel kurdaki bir birimlik artışın ihracattaki değişimin negatif değerler alma olasılığını sırasıyla 0.002 ve 0.001 birim arttırdığı gözlenmektedir. M2/rezervlerdeki, faiz oranlarındaki ve kriz değişkenindeki bir birimlik artış ise ihracatın artma olasılığını sırasıyla 0.04, 0.002 ve 0.27 birim artırmaktadır.

Model-3 kapsamında logit ve probit modellerin verileri sınıflandırma düzeyi Tablo-39'da gösterilmiştir.

Tablo- 39: Model-3 Verilerin Sınıflandırılması

Logistic model for export

Classified	True D	~D	Total
+	2	2	4
-	2	26	28
Total	4	28	32

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$
True D defined as export != 0

Sensitivity	$\Pr(+ D)$	50.00%
Specificity	$\Pr(- \sim D)$	92.86%
Positive predictive value	$\Pr(D +)$	50.00%
Negative predictive value	$\Pr(\sim D -)$	92.86%
False + rate for true ~D	$\Pr(+ \sim D)$	7.14%
False - rate for true D	$\Pr(- D)$	50.00%
False + rate for classified +	$\Pr(\sim D +)$	50.00%
False - rate for classified -	$\Pr(D -)$	7.14%
Correctly classified		87.50%

Probit model for export

Classified	True D	~D	Total
+	2	2	4
-	2	26	28
Total	4	28	32

Classified + if predicted $\Pr(D) \geq .5$
True D defined as export != 0

Sensitivity	$\Pr(+ D)$	50.00%
Specificity	$\Pr(- \sim D)$	92.86%
Positive predictive value	$\Pr(D +)$	50.00%
Negative predictive value	$\Pr(\sim D -)$	92.86%
False + rate for true ~D	$\Pr(+ \sim D)$	7.14%
False - rate for true D	$\Pr(- D)$	50.00%
False + rate for classified +	$\Pr(\sim D +)$	50.00%
False - rate for classified -	$\Pr(D -)$	7.14%
Correctly classified		87.50%

Tablo-39'daki sonuçlar logit ve probit modellerin kullanılan verilerin % 87.50'sini doğru bir şekilde sınıflandırdığını ifade etmektedir.

SONUÇ

Ekonomik faaliyetlerin ve ülkeler arası ekonomik ilişkilerin artması yeni ödeme ve finansman araçlarına duyulan ihtiyaç artışını da beraberinde getirmiştir. Bu bağlamda fon fazlası olanlarla fon açığı olanları buluşturan ve fonların ekonominin temel refah dinamikleri olan tüketim, üretim ve yatırım kanallarına aktarımını sağlayan finansal piyasaların önemi de her geçen gün artma eğilimi göstermiştir. Reel ekonomik faaliyetlerin yaklaşık on misli bir ekonomik büyüklüğü bünyesinde barındıran finansal sistemde yaşanan aksamalar ise zaman içerisinde hem ulusal/yöresel hem de küresel ölçekte çeşitli kriz tecrübelerinin yaşanmasına neden olmuştur. Özellikle 1980 sonrası dönemde liberalizasyon hareketlerinin hız kazanması ve her alanda yaşanan küreselleşme olgusu, yaşanan krizlerin boyutunu hem küresel boyuta taşımış hem de ortaya çıkış biçimleri bakımından farklı krizlerin tecrübe edilmesine neden olmuştur. Ortaya çıkış dinamiklerinin farklılıklarından ötürü ilgili krizleri açıklamaya yönelik çeşitli modeller geliştirilmiştir. Krizlerin önceden öngörülebilmesi, iktisadi sonuçlarının ortaya konabilmesi büyük önem arz etmektedir. Bu kapsamda geliştirilen teorik ve ampirik modeller başlangıçta finansal krizlerin ortaya çıkış nedenleri üzerine odaklansalar da zaman içerisinde tahmin ve olumsuz sonuçların hafifletilmesi üzerine yönelmişlerdir.

Krugman (1979) çalışmasıyla başlayan kriz literatürü ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi sonucu ithal talebinin artmasına bağlı olarak ithalatın finansmanı için dış borçlanmaya başvurulması halinde ortaya çıkan borçların çevrilebilirliği sorunu, dış ticaret açıklarının aşırı boyutlara ulaşması gibi sorunların baş göstermesi şeklinde devam eden süreci birinci nesil para krizi modelleri ekseninde incelemişlerdir. Spekülatif döviz ataklarının başladığı, merkez bankasının rezervleri korumaya yönelik müdahalelerden kaçındığı ve ekonomik aktörlerin beklentilerine göre krizin yönlendirildiği süreç ise ikinci nesil para krizi modelleri olarak adlandırılmış ve bu model daha çok gelişmiş ülkelerde meydana gelen (1992-93 ERM krizi gibi) para krizlerini açıklamada kullanılmıştır. Son olarak sürecin başlangıcını beklentiler olarak kabul eden ve bunu bankacılık sektöründe yaşanan sorunların ve uluslararası finansal sistemden kaynaklanan sorunların takip ettiğini ileri süren ve 1997 Asya

krizini açıklayabilmek için geliştirilen modeller ise üçüncü nesil para krizi modelleri olarak adlandırılmışlardır.

Ampirik literatür ise büyük ölçüde Frankel ve Rose (1996) tarafından önerilen kriz olasılığını tahmin etmeye dönük logit ve probit modeller yaklaşımı, Sachs vd. (1996) öncülüğünde krizin kökenleri ve yayılması üzerine yapılan çalışmalar ve Kaminsky vd. (1998) yaptığı ve “sinyal yaklaşımı” olarak bilinen istatistiki çalışmalar ekseninde şekillenmiştir.

Bu çalışmada finansal krizlerin Türkiye ekonomisi üzerindeki etkileri yapılan bir logit ve probit analiziyle ortaya konmaya çalışılmıştır. Bağımlı değişkenler olarak ekonomik büyüme hızı, işsizlik oranı ve ihracattaki % değişim değerlerinin ele alındığı 3 model oluşturulmuştur. Model-1A ve Model-1B şeklinde iki alt modelde analize tabi tutulan büyümeye ilişkin sonuçlar kısa vadeli borçların toplam rezervler içindeki payının ve reel kur artışının büyümeyi olumsuz yönde etkilediğini ortaya koymuştur. Diğer taraftan yurtiçi kredilerdeki, M2/Toplam Rezervlerdeki, M2 para arzındaki, mevduat faiz oranları ve ihracattaki artışların ise büyümeyi olumlu yönde etkiledikleri sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlar reel kur artışlarının yaşandığı ve doğrudan yabancı yatırımların bu yolla azalış gösterdiği sonucuna ulaşılan Frankel ve Rose (1996) çalışması sonuçlarıyla örtüşmektedir. Model-1 çerçevesinde yapılan analizlerde R^2 değerleri Model-1A ve 1B için yaklaşık 0.35 olarak hesaplanmış olup yine bir probit analizinin yapıldığı Frankel ve Rose (1996) çalışmasında bulunan ve nispeten düşük bulunan ($R^2=0.20$) sonucuyla da örtüşmektedir. Değişken seçimi bakımından da Esquivel ve Larrain’in (1998) 1975-1996 dönemini kapsayan çalışmalarında da kullanılan göstergeler arasında reel döviz kuru, M2/Uluslararası Rezerv değişkenlerinin bulunması analize konu edilen değişkenlerin çalışmamızla benzeştiğini göstermektedir. Allen ve Gale (1998) çalışmasında finansal liberalizasyonu takip eden dönemlerde genişleyen kredi miktarı ile varlık fiyatlarının artmasının ve böylece yaşanan düşüşlerin günümüz ekonomik hayatının yadsınamaz bir sonucu olduğunu ifade etmişlerdir. Bu bağlamda yurtiçi kredi genişlemelerinin bir değişken olarak seçimi hem finansal liberalizasyonun hem de liberalleşme hareketleri ekseninde ortaya çıkacak finansal krizlerin önemli bir göstergesi olduğunu doğrular niteliktedir. Kamin vd. (2001) çalışmasında da reel döviz kuru,

M2/uluslararası rezerv, cari açıklar, gelişmiş ülkelerin GSYH'nin büyümesi, dış ticaret hadleri değişkenlerinin bölgesel farklılık gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Model-2 olarak adlandırılan ve işsizlik oranının bağımlı değişken olarak analiz edildiği analiz sonuçlarına göre ise ihracat ve yurtiçi kredilerdeki artışın işsizlik oranını azaltıcı yönde etkide bulunduğu; M2/Rezervler, reel kur, faiz oranları ve kriz olasılıklarındaki artışın ise işsizlik oranlarını artırıcı yönde etkide bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kriz göstergeleri olarak dikkate alınan değişkenler ile işsizlik oranı arasındaki ilişkinin yönünü yansıtan analiz sonuçları iktisat kuramıyla büyük ölçüde örtüşmektedir.

İhracat düzeyinin bağımlı değişken olarak ele alındığı Model-3 sonuçlarına göre ise yurtiçi kredilerdeki ve reel kurdaki bir artışın ihracatı azaltıcı yönde etkide bulunduğu, M2/Rezervler, faiz oranı ve kriz olasılığı değişkenleriyle ihracat düzeyi arasında ise pozitif yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır. Yaşanan finansal krizin türüne bağlı olarak krizlerin reel sektör üzerindeki etkilerinin özellikle Model-2 ve Model-3'te krizleri müteakip dönemlerde daha belirgin olarak hissedildiği gözlenmiştir. Büyüme oranlarının negatif değerler aldığı dönemler ise krizlerin yaşandığı dönemlerle birebir örtüşmektedir. Ayrıca krizin yaşandığı yıllar olan 1994 ve 2001 dönemlerinde ihracat düzeyinde bir azalış yaşanmazken 1981-2012 dönem aralığında en keskin ihracat azalışı % 22,6'lık bir azalışla yine bir kriz sonrası dönem olan 2009 yılında gerçekleşmiştir.

Bu çerçevede bankacılık sistemi yükümlülüklerinin ne kadarının uluslararası rezervlerden karşılandığını ve spekülatif bir saldırı anında merkez bankasının bu talepleri karşılama yeteneğini ifade eden M2'nin toplam rezervlere oranının krizlerin öngörülmesi hususunda önem arz eden bir değişken olduğu ortaya çıkmaktadır. Diğer taraftan finansal kırılganlığı artırıcı bir faktör olarak nitelendirilen kısa vadeli borçların toplam rezervler içindeki payının, özellikle dış ticaret göstergelerinin istikrarlı seyri açısından reel kurun kontrol altında tutulabilmesi ve olası olumsuzluklara karşın oynaklıklarının aza indirgenmesi kaçınılmaz olarak değerlendirilmektedir.

2000'li yıllardan itibaren özellikle bankacılık sektörüne ilişkin yapılan düzenlemeler olası bankacılık krizlerinin oluşumunu önceki dönemlere kıyasla nispeten azaltmıştır. Ancak yaşanan son küresel finansal kriz özellikle reel

ekonomilerin direnci açısından yapılması zorunlu bazı yapısal reformların olduğunu hatırlatmıştır. Dünya ekonomilerine nispeten krizin etkilerinin makroekonomik göstergeler bazında daha kısa sürede atlatılmış olması yapısal dinamiklerin istikrarı açısından önemlidir. Bu bağlamda kriz sonrası sürece ilişkin bazı öneriler şu şekilde sıralanabilir:

- 2001 sonrası sağlanan özellikle bankacılık sektörü eksenli istikrarlı yapı kararlılıkla korunmalıdır.
- Kredi ve borçlanma maliyetleri minimize edilmeli ve merkez bankası, faiz oranlarına ilişkin ani müdahalelerde bulunmaktan kaçınmalıdır.
- Üretken birimlerin yoğun olarak KOBİ'lerden oluştuğu göz önüne alındığında KOBİ'lere yönelik teşvik uygulamaları ve genel olarak yatırım ve üretim teşvikleri arttırılmalıdır.
- Komşu ülkeler ile olan ticari ilişkiler korunmalı ve hatta hacmi genişletilmeye çalışılmalıdır.
- Başta ihracat olmak üzere döviz kazandırıcı faaliyetler yoğun bir şekilde teşvik edilmelidir.
- Başta krizden yoğun olarak etkilenmiş sektörler olmak üzere sektörel iyileştirmeler yapılmalıdır.

Sonuç olarak finansal liberalleşme hareketlerinin de ivme kazandığı bir dönemi kapsayacak şekilde analizlerin yapıldığı 1981-2012 döneminde yaşanan finansal krizlerin makroekonomik performans göstergeleri üzerinde önemli derecede etkili olduğu gözlenmektedir. Finansal krizlerin reel sektöre etkilerinin ise yoğun olarak ekonomik büyüme, istihdam ve dış ticaret ekseninde sırasıyla çıktı kayıpları, işsizlik oranında artışlar ve dış ticaret hacminde özellikle de ihracat düzeyinde azalışlar olarak ortaya çıktığı tespit edilmiştir.

KAYNAKÇA

- Abaan, Ernur D. (2002). *Merkez Bankaları ve Türev Piyasa Riskleri*. Tartışma Tebliği, Yayın No: 2002/2, Ankara: TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü.
- Agenor, Pierre-Richard ve Masson, Paul R. (1999). Credibility, reputation and the Mexican peso crisis. *Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing*, 31(1), 70-84.
- Akdiş, Muhammet (2000). *Global Finansal Sistem-Finansal Krizler ve Türkiye*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Akdiş, Muhammet (2004). Kısa vadeli sermaye hareketlerinin yol açtığı finansal krizler ve bu krizleri önlemede kullanılabilecek araçlar: Tobin vergisi. *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, 6(36), 36-48.
- Akerlof, George A. (1970). The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Amemiya, Takeshi (1981). Qualitative response models: A survey. *Journal of Economic Literature*, 19(4), 1483-1536.
- Arias, G. (2003). Currency crises: What we know and what we still need to know. *C.E.F.I. Working Paper*, 13, 1-73.
- Aziz, J., Camarazza, F. ve Salgado R. (2000). Currency crises: In research of common elements, *IMF Working Paper*, 69, 1-55.
- Babic, A. ve Zigman, A. (2001). Currency crises: Theoretical and empirical overview of the 1990s. *Surveys, Croatian National Bank*. 1-28.
- Baig, Taimur ve Goldfajn Ilan (1998). Financial market contagion in the Asian crises. *IMF Working Paper*, 155, 1-60.
- Batirel, Ö. F. (2008). Global ekonomik kriz ve Türk kamu maliyesi. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13), 1-9.
- Berg, Andrew ve Pattillo, Catherine (1999). Are currency crises predictable? A test. *IMF Staff Papers*, 46(2), 107-138.
- Bisias, Dimitrios, Flood, Mark, W. Lo, Andrew ve Valavanis, Stavros (2012). A survey of systemic risk analytics. *Working Paper 0001, Office of Financial Research*, 1-160.

- Bordo, Michael D. (1986). Explorations in monetary history: A survey of the literature. *NBER Working Paper 1821*, 1-104.
- Borio, Claudio ve Lowe, Philip (2002). Assessing the risk of banking crises. *BIS Quarterly Review, December*, 43-54.
- Bumin, Mete (2009). Türk bankacılık sektörünün karlılık analizi: 2002-2008. *Maliye Finans Yazıları*, 23(84), 39-60.
- Bussiere, Matthieu ve Fratzscher, Marcel (2002). Towards a new early warning system of financial crises. *European Central Bank Working Paper Series*, 145, 1-67.
- Bustelo, Pablo, Garcia, Clara ve Olivie, Iliana (1999). Global and domestic factors of financial crisis in emerging economies: Lessons from the East Asian Episodes: 1997-1999. *ICEI Working Paper 16*, 1-106.
- Caprio, Gerard Jr. ve Klingebiel, Daniela (1996). Bank insolvencies cross-country experience. *The Worldbank Policy Research Working Paper*, 1620, 1-60.
- Caprio, Gerard Jr. (1998). Banking on crises expensive lessons from recent financial crises. *The Worldbank Policy Research Working Paper*, 1979, 1-37.
- Carlson, Mark (2006). A brief history of the 1987 stock market crash with a discussion of the Federal Reserve response. *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C.*, 1-25.
- Cerra, Valerie ve Saxena, Sweta Chaman (2008). Growth dynamics: The myth of economic recovery. *American Economic Review, American Economic Association*, 98(1), 439-457.
- Chinn, Menzie D. ve Kletzer, Kenneth M. (2000). International capital inflows, domestic financial intermediation and financial crisis under imperfect information. *NBER Working Paper 7902*, 1-46.
- Cobham, David (1996). Causes and effects of the European Monetary Crises of 1992-93. *Journal of Common Market Studies, Wiley Blackwell*, 34(4), 585-604.
- Connoly, Michael B. ve Taylor, Dean (1984). The exact timing of the collapse of an exchange rate regime and its impact on the relative price of traded goods. *Journal of Money, Credit and Banking*, 16, 194-207.

- Corsetti, Giancarlo, Pesenti, Paolo ve Roubini, Nouriel (1998). What caused the Asian currency and financial crisis? Part I: A macroeconomic overview. *NBER Working Papers*, 6833, 1-51.
- Çoban, Orhan (2013). *İktisada Giriş* (4. Baskı). Konya: Atlas Akademi.
- Davis, E.P. (2001). *Debt, Financial Fragility, and Systemic Risk*. Oxford: Clarendon Press.
- DeMaris, Alfred (1992). *Logit Modeling: Practical Applications* (Sage University Paper Series on Quantitative Applications in the Social Sciences, series no. 07-086). Newbury Park, CA: Sage.
- Demirgüç-Kunt, Aslı ve Detragiache, Enrica (1998). The determinants of banking crisis in developing and developed countries. *IMF Staff Papers*, 45(1), 81-109.
- Diaz-Alejandro, Carlos (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash, *Journal of Development Economics*, 19, 1-24.
- Domaç, İlker ve Peria, Maria S. M. (2000). Banking crises and exchange rate regimes: Is there a link? *Worldbank Policy Research WP*, 2489, 1-48.
- Dornbusch, Rudiger, Werner, Alejandro, Calvo, Guillermo ve Fischer, Stanley (1994). Mexico: Stabilization, reform, and no growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), 253-315.
- Dornbusch, Rudiger (2001). A primer on emerging market crises. *NBER Working Paper* 8326, 1-14.
- Dorukkaya, Şakir ve Yılmaz, H. Hakan (1999). Liberalizasyon politikaları aşırı borçlanma sendromu ve arkasından yaşanan finansal krizler (Şili ve Meksika Deneyimleri), *Yaklaşım Dergisi*, 7(75), 122-127.
- Drazen, Allan (1999). Political contagion in currency crises. *NBER Working Paper* 7211, 1-33.
- Edison, Hali J. (2000). Do indicators of financial crises work? An evaluation of an early warning system”, *Federal Reserve Board of Governors, International Finance Discussion Papers*, 675, 1–74.
- Edwards, Sebastian (2001). Exchange rate regimes, capital flows and crisis prevention. *NBER Working Paper* 8529, 1-69.

- Eichengreen, Barry, Rose, Andrew ve Wyplosz, Charles (1995). Exchange market mayhem: The antecedents and aftermath of speculative attacks. *Economic Policy*, 253, 249-312.
- Eichengreen, Barry, Rose, Andrew ve Wyplosz, Charles (1997). Contagious currency crises. *NBER Working Papers* 5681, 1-48.
- Ekinci, N. (2001). 1992'den 2001'e Ekonomik kriz. *Görüş Dergisi*. 15, 67-80.
- Emsen, Ö. Selçuk (2004). Türkiye'de 1994-2001 döneminde uygulanan istikrar politikaları, *Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5, 86-108.
- Erdem, Ekrem (2010). *Para Banka ve Finansal Sistem*. 3. Basım. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Ertuna, Ö. (2001). Türkiye'de ekonomik krizler, nedenleri ve çıkış yolu. *Yeni Türkiye Dergisi (Ekonomik Kriz Özel Sayısı)*, 44, 491-510.
- Esquivel, Gerardo ve Larrain, Felipe (1998). Explaining currency crises. *Development Discussion Papers Harvard Institute for International Development*, 666, 1-43.
- Evans, Owen, Leone, Alfredo M., Gill, Mahinder ve Hilbers, Paul (2000). Macroprudential indicators of financial system soundness. *IMF Occasional Paper*, 192, 1-49.
- Faber, Marc (1998). Ben Graham in Asia. *Forbes Global Business and Finance*, 10, 73-74.
- Flood, Robert P. ve Garber, Peter M. (1984). Collapsing exchange-rate regimes. *Journal of International Economics*, 17, 1-13.
- Flood, Robert P. ve Marion, Nancy (1996). Speculative attacks: Fundamentals and self-fulfilling prophecies. *NBER Working Papers* 5789, 1-40.
- Frankel, Jeffrey A. ve Rose, Andrew K. (1996). Currency crashes in emerging markets: Empirical indicators. *NBER Working Paper* 5437, 1-30.
- Friedman, Milton ve Schwartz, Anna J. (1963). *A Monetary History of the United States: 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press for NBER.
- Furceri, Davide ve Mourougane, Annabelle (2009). The effect of financial crises on potential output: New empirical evidence from OECD countries. *OECD Economics Department Working Papers*, 699, 1-20.

- Galindo, Arturo, Micco, Alejandro ve Ordonez, Guillermo (2002). Financial liberalization: Does it pay to join the party? *Economia* 3, 231-252.
- Gaytan, Alejandro ve Johnson, Christian A. (2002). A review of the literature on early warning systems for banking crises. *Working Papers Central Bank of Chile*, 183, 1-45.
- Gerlach, Stefan ve Smets, Frank (1994). Contagious speculative attacks. *BIS Working Paper*, 22, 1-26.
- Girton, R. ve Roper, D. (1977). A monetary model of exchange market pressure applied to the postwar Canadian experience. *American Economic Review*, 67, 549-558.
- Glick, Reuven ve Rose, Andrew K. (1999). Contagion and trade: Why are currency crises regional? *NBER Working Paper*, 6806, 1-25.
- Goldstein, Morris ve Turner, Philip (1996). Banking crises in emerging economies: Origins and policy options. *BIS Economic Paper*, 46, 1-67.
- Goldstein, Morris ve Turner, Philip (2004). *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*. Washington: Institute for International Economics.
- Goodfriend, Marvin ve King, Robert G. (1997). The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy. <http://www.nber.org/chapters/c11040>, 231-296.
- Goodhart, Charles ve Bin Lim, Wen (2008). Do errors in forecasting inflation lead to errors in forecasting interest rates? *Discussion paper*, 611. *Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, London, UK*.
- Gonzalez-Hermosillo, Brenda (1996). Banking sector fragility and systemic sources of fragility. *IMF Working Paper* 96/12, 1-42.
- Gruben, William C. ve Welch, John H. (2001). Banking and currency crisis recovery: Brazil's turnaround of 1999. *Economic and Financial Review Federal Reserve Bank of Dallas*, 12-23.
- Gujarati, Damodar N. (1999). *Temel Ekonometri* (Çevirenler: Ümit Şenesen ve Gülay Günlük Şenesen). İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Guttentag, J. M. ve Herring, R. J. (1984). Credit rationing and financial disorder. *Journal of Finance*, 39, 1359-1382.

- Günel, M. (2001). Kasım 2000 krizine teorik yaklaşım: Para arzının içselliği ve Minsky'nin finansal istikrarsızlık hipotezi. *İşletme ve Finans Dergisi*, 180, 31-51.
- Hanushek, Eric Alan ve Jackson, John Edgar (1977). *Statistical Methods for Social Scientists*. Academic Press.
- Hardy, Daniel ve Pazarbasioglu, Ceyla (1998). Leading indicators of banking crises: Was Asia different? *IMF Working Paper 98/91*, 1-32.
- Hiç, Mükerrerem (2009). *Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye* (1. Baskı), Beykent Üniversitesi Yayınları, No:62.
- Honohan, Patrick ve Klingebiel, Daniela (2000). Controlling fiscal costs of banking crises. *The Worldbank*, 1-33.
- IMF, (1998). *World Economic Outlook*. Financial Crises: Causes and Indicators.
- IMF, (1998). *World Economic Outlook*. Origins of Currency and Banking Crises.
- IMF, (1998). *World Economic Outlook*. Financial Turbulence and the World Economy.
- IMF, (2013). *International Financial Statistics* (IMF-IFS) Online Version.
- Işık, Nihat, Alagöz, Mehmet ve Yıldırım, Metin (2006). 1990 sonrası Türkiye'de yaşanan krizler: 1994, 2000 ve 2001 krizleri. *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri Makale Derlemesi*, 237-262.
- Kaminsky, G., Lizondo, Saul ve Reinhart, Carmen M. (1998). Leading indicators of currency crisis. *IMF Staff Papers*, 45(1), 1-46.
- Kaminsky, G. ve Reinhart, Carmen M. (1999). The twin crises: The causes of banking and balance of payments problems. *The American Economic Review*, 89(3), 473-500.
- Karabulut, Gökhan (2002). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*. İstanbul: Der Yayınları.
- Karluk, Rıdvan (2005). *Cumhuriyetin İlanından Günümüze Türkiye Ekonomisinde Yapısal Dönüşüm*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Kaufman, G.G., Krueger, T.H. ve Hunter, W.C. (1999). *The Asian Financial Crisis: Origins, Implications and Solutions*. Chicago: Springer.

- Karakayalı, Hüseyin ve Sayın, Ferhan (2010). Öncü göstergeler yaklaşımıyla Türkiye’de 2008 krizinin değerlendirilmesi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 47(546), 33-55.krueger
- Kazgan, Gülten (2005). *Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929-2001): Ekonomi Politik Açısından Bir İrdeleme*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Kepenek, Yakup ve Yentürk, Nurhan (2009). *Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Kibritçioğlu, Aykut (2001). Türkiye’de ekonomik krizler ve hükümetler: 1969-2001. *Yeni Türkiye Dergisi*, 44 (Ekonomik Kriz Özel Sayısı I),1-17.
- Kibritçioğlu, Aykut (2010). Effects of global financial crisis on Turkey. *Munich Personal RePEc*, <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/29470/>, MPRA Paper No. 29470, 1-23.
- Kindleberger, Charles P. (1978). Economic and financial crises and transformations in sixteenth-century Europe. *International Finance Section, Department of Economics, Princeton University*.
- Kindleberger, Charles P. (1998). Economic and financial crises and transformations in sixteenth-century Europe. *Princeton Essays in International Economics*, 208, 1-27.
- Kindleberger, Charles P. (2000). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis* (4th edition). New York: John Wiley & Sons.
- Kleinbaum, D. G., Kupper, L. L., ve Muller, K. E. (1988). *Applied Regression Analysis and Other Multivariable Methods*. Belmont: Duxbury Press.
- Knight, Frank H. (1921). *Risk, Uncertainty, and Profit*. Boston: Hart, Schaffner ve Marx; Houghton Mifflin Co.
- Krueger, A. ve Tornell, A. (1999). The role of bank restructuring in recovering from crises: Mexico 1995-98. *NBER Working Paper No. 7042*, 1-55.
- Krueger, Mark, Osakwe, Patrick N. ve Page, Jennifer (1998). Fundamentals, contagion and currency crises: An empirical analysis. *Bank of Canada WP 9810*, 1-36.
- Krugman, Paul (1979). A model of balance of payments crises. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11(3), 311-325.

- Krugman, Paul (1997). What happened to Asia. <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>.
- Krugman, Paul (1999). Analytical Afterthoughts on the Asian Crisis. Boston: MIT.
- Krugman, Paul (2001). *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü*. (Çeviren: Neşenur Domaniç). İstanbul: Literatür Yayınları.
- Küçüközmen, Coşkun C. (2012). Sistemik risk, finansal istikrar ve volatilité. *Ekonomik Çözüm Dergisi*, 9.
- Levy-Yeyati, Eduardo ve Sturzenegger, Federico (2005). Clasifying exchange rate regimes: Deed vs words. *Eurepan Economic Review*, 49, 1603-1635.
- Loser, Claudio ve Eliot, Kalter (1992). Mexico: The strategy to achieve sustained economic growth, *IMF Occasional Papers*, 1-91.
- Masson, Paul (1998). Contagion: Mansoonal effects, spillovers and jumps between multiple equilibria. *IMF Working Paper*, 142, 1-32.
- McKinnon, R. I. (1973) *Money and Capital in Economic Development*, Washington: Brookings Institution.
- McKinnon, R. I. ve Pill, H. (1994). Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrome. Stanford: Stanford University.
- Minsky, Hyman P. (1972). *Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster*. Fundamental Reappraisal of The Discount Mechanism, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington.
- Minsky, Hyman P. (1992). The financial instability hypothesis. *Levy Economics Institute*, 74, 1-10.
- Mishkin, Frederic S. (1994). Preventing financial crisis: An international perspective. *NBER Working Paper* 4636, 1-48.
- Mishkin, Frederic S. (1996). Understanding financial crisis: A developing country perspective. *NBER Working Paper* 5600, 1-55.
- Mishkin, Frederic S. (1997). The causes and propagation of financial instability: lessons for policymakers. In: Hakkio, C. (Ed.), *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*. Federal Reserve Bank of Kansas City, 55-96.
- Mishkin, Frederic S. (1998). International capital movements, financial volatility and financial instability. *NBER Working Paper* 6390, 1-38.

- Mishkin, Frederic S. (2001). Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market economies. *NBER Working Paper 8087*, 1-42.
- Mishkin, Frederic S. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Columbia University: The Addison-Wesley series in economics.
- Moody, A. ve Taylor, M. P. (2007). Regional vulnerability: The case of East Asia. *Journal of International Money and Finance*, 26, 1292-1310.
- Moussalli, Cinzia B. (2008). Solving the current account puzzle: Capital flows and the contagion effect of financial crisis. *Journal of Economics, Banking and Finance*. 2(1), 1-14.
- Muchhala, Bhumika (2007). *Ten Years After: Revisiting the Asian Financial Crisis*. Woodrow Wilson International Center for Scholars Asia Program.
- Nag, Ashok ve Mitra, Amit (1999). Neural networks and early warning indicators of currency crisis. *Reserve Bank of India Occasional Papers*, 20(2), 183-222.
- NBB, (2000). *Economic Review*. National Bank of Belgium.
- Obtsfeld, Maurice (1986). Rational and self-fulfilling balance of payments crisis. *The American Economic Review*, 76(1), 72-81.
- Obstfeld, Maurice (1994). The logic of currency crises. *NBER Working Papers 4640*, 1-64.
- Obstfeld, Maurice (1996). Models of currency crises with self-fulfilling features. *European Economic Review* 40, 1037-1047.
- Özdamar, K. (2002). *Paket Programlar ile İstatistiksel Veri Analizi (Çok Değişkenli Analizler-2)*. (4. Basım). Eskişehir: Kağan Kitabevi.
- Özdemir, Bilge Kağan (2007). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Erken Uyarı Sistemleri: Markov Geçiş Modellemesi*. Doktora tezi.
- Özer, Mustafa (1999). *Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar*. Eskişehir: TC Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1096.
- Özkan, F. G. ve Sutherland, A. (1995). Policy measures to avoid a currency crises. *Economic Journal*. 105(429), 510-519.
- Peng, D. Ve Bajona, C. (2008). China's vulnerability to currency crises: A KLR signals approach. *China Economic Review*, 19(2), 138-151.

- Pentecost, Eric J., Van Hooydonk, Charlotte ve Van Poeck, Andre, (2001). Measuring and estimating exchange market pressure in the EU. *Journal of International Money and Finance*, 20(3), 401-418.
- Pilbeam, Keith (1998). *International Finance*. (Second Edition). London: Macmillan Perss Ltd.
- Pinto, Brian, Gurvich, Evsey ve Ulatov, Sergei (2004). *Managing Economic Volatility and Crises*. Cambridge.
- Rabe, Jens M. (2000). The efficiency of early warning indicators for financial crises. *Universitat Konstanz Fakultat Für Wirtschaftswissenschaften und Statistik*, 1-80.
- Radelet, Steven ve Sachs, Jeffrey (1998). The onset of the East Asian financial crises. *NBER Working Papers* 6680, 1-81.
- Rangvid, Jesper (2003). Second generation models of currency crises. *Journal of Economic Surveys*, 15(5), 618-619.
- Reinhart, C. M. ve Rogoff, K. S. (2008). Is the 2007 U.S. sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison. *NBER Working Paper* 13761, 1-14.
- Rosier, B. (1991). *İktisadi Kriz Kuramları*. (Çeviren: Nurhan Yentürk). İstanbul: İletişim Yayınları.
- Sachs, Jeffrey D., Tornell, Aaron ve Velasco, Andres (1996). Financial crises in emerging markets: The lessons from 1995. *Brooking Papers on Economic Activity*, 147-215.
- Salant, Stephen W. ve Henderson, Dale W. (1978). Market anticipations of government policies and the price of gold. *The Journal of Political Economy*, 86(4), 627-648.
- Schmukler, S. L., Zoido, P. ve Halac, M. (2004). Financial globalization, crises and contagion. *World Bank Globalization Policy Research Report*. 1-31.
- Schwartz, Anna J. (1986). Real and pseudo financial crisis. (Editörler: F. Capie ve G. E. Wood). *Financial Crises and the World Banking System*. London: Macmillan.
- Sevim, Cüneyt (2012). *Öncü Göstergeler Yaklaşımına Göre Finansal Krizler ve Türkiye Örneği*. Ankara: BDDK Kitapları 11.

- Shaw, E. S. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Shi, J., ve Gao, Y. (2010). A study on KLR financial crisis early-warning model. *Frontiers of Economics in China*, 5(2), 254-275.
- Stambuli, P. (1998). Causes and consequences of the 1982 world debt crisis? *Predoctoral Research Paper Department of Economics University of Surrey Guildford*, 1-35.
- Stiglitz, Joseph E. ve Weiss, Andrew (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Szczurek, Mateusz (2003). *International Liquidity and Currency Crisis Costs: Currency Crises in Emerging Markets*. Ed.: Marek Dabrowski, Dordrecht: Kluwe Academic Publishers.
- Tanner, Evan (2002). Exchange market pressure, currency crises, and monetary policy: Additional evidence from emerging markets. *IMF Working Paper*, 2(14), 1-54.
- TCMB, (1994). *Yıllık Rapor*, Ankara.
- TCMB, (2011). *Finansal İstikrar Raporu*, Kasım, Sayı: 13.
- TCMB, (2012). *Finansal İstikrar Raporu*, Kasım, Sayı: 14.
- TCMB, (2013). *İstatistiki Veriler: Elektronik Veri Dağıtım Sistemi*, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>.
- Timmermans, Thierry (2001). Monitoring the macroeconomic determinants of banking system stability. *BIS Papers Marrying the Macro and Microprudential Dimensions of Financial Stability*, 117-137.
- Tomczynska, Magdalena (2000). Early indicators of currency crises: Review of some literature. *CASE Working Papers Series*, 208, 1-32.
- Toprak, Metin (1996). *Türk Ekonomisinde Yapısal Dönüşümler: 1980-1995*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- TÜİK, (2013). Temel İstatistikler, Ulusal Hesaplar, <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>
- UNCTAD, (1999). *World Investment Report*, Foreign Direct Investment and the Challenge of Development.

- UNCTAD, (2007). *World Investment Report*, Transnational Corporations, Extractive Industries and Development.
- Uygur, Ercan (2001). Krizden krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni*, 1-40.
- Vanneste, J., Van Poeck, A. ve Veiner, M. (2005). Exchange rate regimes and exchange market pressure in accession countries. *University of Antwerp, Department of Economics. WP2004012*.
- Varian, Hal R. (1993). *Microeconomic Analysis* (Third Edition). Newyork.
- Velasco, Andres (1987). Financial and balance of payments crises. *Journal of Development Economics*, 27, 263-283.
- Weber, Axel A., (1998). Sources of Currency Crises: An empirical analysis. *Austrian National Bank*, 25, 1-50.
- Weymark, Diana N. (1997). Measuring exchange market pressure and intervention in interdependent economies: A two-country model. *Review of International Economics*. 5(1), 72-82.
- Worldbank, (2013). *World Development Indicators and Statistics*, <http://data.worldbank.org/country/turkey>
- Yıldırım, M. (2001). Para kurulu ve Kasım 2000 krizi. *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(2), 17-37.
- Yıldırtan, D. Çakmur (2004). *Finansal Krizler Erken Uyarı Sistemleri*. Nobel Dağıtım.



T.C.

SELÇUK ÜNİVERSİTESİ



Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı:	Nihat Doğanalp			
Doğum Yeri:	Konya			
Doğum Tarihi:	26.10.1980			
Medeni Durumu:	Evli			
Öğrenim Durumu				
Derece	Okulun Adı	Program	Yer	Yıl
İlköğretim	Mümtaz Kuru		Konya	1991
Ortaöğretim	Selçuklu Anadolu Lisesi		Konya	1998
Lisans	Erciyes Üniversitesi	İktisat	Kayseri	2003
Yüksek Lisans	Erciyes Üniversitesi	İktisat Teorisi ve Tarihi	Kayseri	2005
Becerileri:	İngilizce			
İlgi Alanları:	Finansal Krizler, Verimlilik ve Etkinlik, Kamu Borçlanması			
İş Deneyimi:	S.Ü. Beyşehir Ali Akkanat MYO- Öğretim Görevlisi			
Aldığı Ödüller:				
Hakkımda bilgi almak için önerebileceğim şahıslar:	Prof. Dr. Orhan ÇOBAN Prof. Dr. Adnan ÇELİK			
Tel:	05062983690			
E-Posta:	ndoganalp@selcuk.edu.tr			
Adres	Buhara Mahallesi Akpınar Sokak No:26/5 Selçuklu-KONYA			